

Unternehmensbewertung in anglo-amerikanischen Ländern

Dissertation

vorgelegt der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen
Fakultät der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz
zur Erlangung des Grades eines Doktors
der Staatswissenschaften (Dr. rer. pol.)

von

Diplom-Kaufmann PETER GRÜNEWALD, Iserlohn

1960

1

2

Unternehmensbewertung

in

anglo-amerikanischen Ländern

Dissertation

vorgelegt der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen
Fakultät der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz
zur Erlangung des Grades eines Doktors
der Staatswissenschaften (Dr. rer. pol.)



von

Diplom-Kaufmann Peter Grünewald, Iserlohn

1960



Erster Berichtertatter:
Professor Dr. Hans Münstermann
Zweiter Berichterstatter:
Professor Dr. Karl Schwantag
Tag der mündlichen Prüfung:
7. Dezember 1960

Inhaltsverzeichnis

	Seite
<u>Vorwort</u>	IV
<u>I. Bewertungsanlässe und Wertmaßstäbe</u>	1
<u>A. Die Bewertungsanlässe</u>	1
1. Wirtschaftliche Bewertungsanlässe	1
2. Rechtliche Bewertungsanlässe	2
<u>B. Die Wertmaßstäbe</u>	4
1. Bilanzwerte	4
2. Rekonstruktionswerte	8
3. Liquidationswerte	15
4. Börsenkurswerte	16
5. Zukunftserfolgswerte	20
<u>II. Die Bewertungsverfahren</u>	24
<u>A. Die Entwicklung der Bewertungsverfahren</u>	24
<u>B. Bilanzwerte und Vergangenheitserfolge als Grundlagen des Gesamtwertes</u>	28
1. Grundgedanke	28
2. Kritik	30
3. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens	30
<u>C. Substanzwerte und Zukunftserfolge als Grundlagen des Gesamtwertes</u>	32
1. Der Grundgedanke	32
2. Der Substanzwert	39
3. Die Erfolgsspaltung	46
4. Die Kapitalisierung	48
a) Einfache Summierung der Zukunftserfolge	49

b) Aufspaltung der Zukunftserfolge und Summierung der Erfolgsteile nach der erwarteten Dauer ihres Anfalls	51
c) Das Annuitätenverfahren	53
5. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens	56

D. Der Zukunftserfolg als alleinige Grundlage des

<u>Gesamtwertes</u>	58
1. Die Komponenten des Zukunftserfolges	58
2. Die Bestimmung des Zukunftserfolges	59
a) Vergangenheitserfolge als Ausgangsbasis	59
b) Die Aussagekraft der Vergangenheitserfolge	65
c) Die Korrektur der Vergangenheitserfolge	68
1. Neutrale Aufwendungen und Erträge	68
2. Außergewöhnliche Gewinne und Verluste	70
3. Anlagenabschreibung	73
4. Reparatur- und Unterhaltungsaufwand	77
5. Der Einfluß der Kostenverteilung auf die Erfolgsgestaltung	78
6. Unternehmerlohn	82
7. Zinsen für Fremdkapital	83
d) Die Entwicklung der Zukunftserfolge	86
1. Die Dauer der Zukunftserfolge	86
2. Der Einfluß von Kapitalhöhe und Kapitalstruktur auf die Erfolge	88
3. Steuerbelastungen	96
4. Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen	105
5. Durchschnittsrechnung und Trend	108
6. Rücklagenbildung	113
7. Die Bedeutung der Wirtschaftspolitik für die Erfolgsentwicklung	116
e) Das Risikoproblem	118
3. Der Kapitalisierungsfaktor	124
a) Die Bestimmung des Kapitalisierungsfaktors	126
b) Risikoberücksichtigung im Kapitalisierungsfaktor	135
4. Unternehmensbewertung mit Hilfe des Linear Programming	142
5. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens	148

	Seite
<u>III. Der Goodwill</u>	150
<u>A. Der Begriff des Goodwills</u>	150
<u>B. Die Bilanzierung des Goodwills</u>	160
1. Der originäre Goodwill	160
2. Der derivative Goodwill	165
<u>C. Die Abschreibung des Goodwills</u>	168
1. Der originäre Goodwill	168
2. Der derivative Goodwill	168

Literaturverzeichnis	VI
----------------------	----

Digitized by the Internet Archive
in 2026

Vorwort

In der deutschen betriebswirtschaftlichen Literatur sucht der Leser vergeblich nach Aufschluß über die anglo-amerikanischen Entwicklungen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung. Seit dem Erscheinen der Schrift von Mildebrath ¹⁾ vor rund dreißig Jahren wurde diesem Gegenstand keine Monographie gewidmet. Auch Mildebrath stellt jedoch nicht den Gesamtwert des Betriebes in den Mittelpunkt seiner Untersuchung, sondern befaßt sich vor allem mit dem Goodwill und seiner Behandlung in den anglo-amerikanischen Ländern.

In der vorliegenden Arbeit wird versucht, diese Lücke möglichst weitgehend zu schließen und eine Verbindung zwischen dem anglo-amerikanischen und deutschen Schrifttum herzustellen, wie es für Frankreich bereits durch die Arbeit von Schulte ²⁾ geschehen ist.

Die Darstellung beginnt mit einer Kritik der als mögliche Maßstäbe des Gesamtwertes angesehenen Größen: Bilanzwerte, Rekonstruktionswerte, Liquidationswerte, Börsenkurswerte und Zukunftserfolgswerte. Sie sind die Grundlage der verschiedenen Bewertungsverfahren, die im Hauptteil der Arbeit eingehend erörtert werden.

Den Abschluß bilden die Begriffsbestimmungen des Goodwills und seine bilanzielle Behandlung in anglo-amerikanischen Ländern und in Deutschland.

Eine Gegenüberstellung anglo-amerikanischer und deutscher Auffassungen ermöglicht es, den Stand der Forschung zu vergleichen und die verschiedenen Verfahren kritisch zu untersuchen.

Den Ausführungen liegt ein umfangreiches Quellenstudium in Deutschland und vor allem auch in England zugrunde. Besonders aufschlußreich waren die Studien in den Bibliotheken der London School of Economics und des British Museum, London.

1) Vgl. Mildebrath, Georg: Die theoretischen Grundlagen und die praktische Behandlung des Goodwill in den angelsächsischen Ländern, Diss., Gießen 1931.

2) Vgl. Schulte, Heinz: Der "fonds de commerce". Ein Beitrag zur Lehre der Bewertung der Unternehmungen, Diss., Mainz 1954.

Das bis zum Frühjahr 1959 publizierte Schrifttum konnte berücksichtigt werden.

Herr Professor Dr. Hans Münstermann hat diese Arbeit angeregt. Auch an dieser Stelle danke ich ihm für seine Unterstützung. Ferner bin ich Herrn H.C. Edey, B.Com., A.C.A., von der London School of Economics für freundliche Beratung und Kritik bei der Abfassung der Schrift verbunden.

Mainz, im Februar 1960

Der Verfasser

I. Bewertungsanlässe und Wertmaßstäbe

A. Die Bewertungsanlässe

Der Wert eines Gutes kann seinem Marktpreis gleichgesetzt werden, wenn es in vielen Einheiten von ähnlicher Beschaffenheit angeboten und nachgefragt wird. Vor allem für Massenprodukte werden subjektive Nutzenschätzungen so unmittelbar in Preise transformiert.

Unternehmungen sind dagegen komplexe Gebilde, für die ein Marktpreis - ähnlich wie für andere individuelle Güter, etwa Patente, Konzessionen, Spezialanlagen - meist nicht festgestellt werden kann ¹⁾.

Nur außergewöhnlichen Umständen ist es zuzuschreiben, wenn eine größere Zahl gleichartiger Betriebe in kurzer Zeit den Eigentümer wechselt, so daß ein Markt für ganze Unternehmen entsteht ²⁾ und mit dem Marktpreis der Wert von Unternehmen gegeben ist. In der Regel muß mit Hilfe eines umständlichen Verfahrens der Gesamtwert ermittelt werden, der die Voraussetzung für eine Reihe wirtschaftlicher und rechtlicher Entscheidungen darstellt.

1. Wirtschaftliche Bewertungsanlässe

Ähnlich der deutschen Literatur ³⁾ nennt das anglo-amerikanische Schrifttum als wirtschaftlich begründete Bewertungsanlässe ⁴⁾:

- 1) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, New York 1943, S. 867; Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 51. Jg., Basel 1957, S. 2 f.
- 2) Vgl. Schulte, Heinz: a.a.O., S. 49 ff; ähnlich auch Hax, Karl: Die langfristigen Finanzdispositionen. Kapitalbedarfsrechnung und Finanzierung, in: "Handbuch der Wirtschaftswissenschaften", Band I Betriebswirtschaft, Köln u. Opladen 1958, S. 453 ff.
- 3) Vgl. z.B. Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1956, Bd. 1, S. 1059 und Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 2; Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg. Die Ermittlung des künftigen Unternehmungserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen, Wiesbaden 1957, S. 9 f.
- 4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, 1. Auflage, New York 1941, S. Neudruck 1954, S. 321 und S. 420 und Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 868; Adamson, A. Victor: Valuation of Company Shares and Businesses, 2. Auflage, Sydney 1954, S. 1.

1. Kauf und Verkauf einer Unternehmung;
2. Aufnahme oder Austritt von Gesellschaftern, mit Ausnahme des Aktienverkaufs zum Börsenkurs;
3. Fusion mehrerer Unternehmen;
4. Überführung einer Personengesellschaft in die Rechtsform der Kapitalgesellschaft;
5. Sanierung von Unternehmen und Abfindung von Gesellschaftern, die der Sanierung nicht zugestimmt haben.

Der wichtigste Anlaß für die Bewertung der Unternehmung ist ein bevorstehender Verkauf des ganzen Betriebes oder eines wesentlichen Anteils ¹⁾. Deshalb gehen anglo-amerikanische Autoren bei der Behandlung der Bewertungsverfahren zumeist von der Vorstellung des Eigentümerwechsels aus; die daraus gewonnenen Ergebnisse können jedoch den weiteren Bewertungsanlässen angepaßt werden.

2. Rechtliche Bewertungsanlässe

Als rechtliche Anlässe der Unternehmensbewertung werden vorwiegend genannt ²⁾:

1. Bewertung auf Grund von Steuergesetzen; (Vermögen-, Erbschaft-, Schenkungsteuer);
2. Bewertung für staatliche Zwangskäufe oder Enteignungen;
3. Bewertung zur Bestimmung der finanziellen Lage des Unternehmens nach dem Konkursrecht;
4. Bewertung auf Grund der Gesetze gegen Kapitalverwässerung;
5. Bewertung zum Zwecke der Preiskontrolle bei öffentlich überwachten Unternehmen.

1) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 868.

2) Vgl. Bonbright, James C.: The Valuation of Property. A Treatise on the Appraisal of Property for different Legal Purposes, 2 Bände, New York 1937, Band 1, S. XIII f.; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 2.

Zum Teil enthalten die Gesetze, die eine Bewertung verlangen, auch Bestimmungen über das anzuwendende Verfahren. Soweit dies nicht der Fall ist - das gilt vor allem für die steuerlichen Bewertungsanlässe - sind von der Rechtsprechung eigens Verfahren entwickelt worden ¹⁾. Da jedoch wirtschaftliche Tatbestände dabei stark vereinfacht und generalisiert werden, können sie den Anforderungen von Käufer und Verkäufer nicht gerecht werden. Sie werden deshalb bei den folgenden Untersuchungen weitgehend vernachlässigt.

¹⁾ Vgl. Commons, John Richard: Institutional Economics, New York 1934, S. 713; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 597.

B. Die Wertmaßstäbe

1. Bilanzwerte

Vom Äußeren her gesehen bietet sich die handelsrechtliche Bilanz zur Unternehmungsbewertung an; denn die Vermögensteile des Betriebes sind in Geldwerten ausgedrückt. Diese Auffassung wurde in anglo-amerikanischen Ländern häufig vertreten ¹⁾. Einer ihrer eifrigsten Verfechter war Canning ²⁾. Seine Vorschläge fanden bei anderen Autoren Unterstützung. Seed spricht 1937 noch davon, "daß der Hauptzweck einer Bilanz die Darstellung eines wahren und genauen Bildes der Gegebenheiten ist; die Wahrheit ist zu enthüllen, nicht zu verbergen" ³⁾. Auch später wird die Bilanz gelegentlich in dieser Weise mißverstanden ⁴⁾. Zumindest als erstrebenswert betrachtet Leake ⁵⁾ eine Bilanz, die Werte enthält. Im Gegensatz dazu steht die ablehnende Haltung Mays ⁶⁾; und Cotter erklärt: "Wir haben keine Möglichkeit, den wahren Wert unseres Vermögens zu bestimmen. Das Beste was wir tun können, ist dem Kapitalgeber zu sagen, was es uns gekostet hat" ⁷⁾.

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 78.

2) Vgl. Canning, John Bennet: The Economics of Accountancy, New York 1929; vgl. auch Sweeney, Henry: Stabilized Accounting, New York 1936.

3) Seed, H.E.: Goodwill as a Business Asset, London 1937, Vorwort, S. IX: "The primary purpose of a balance sheet is to exhibit a true and correct view of the state of affairs; to tell the truth, not to conceal it."

4) Vgl. die Hinweise bei Whitney, William H.: What is a Balance Sheet? in: "The Journal of Accountancy", Vol. 70, New York, October 1940, No. 4, S. 308 und Kripke, Homer: Accountants' financial statements and fact-finding in the law of corporate regulation; in: "The Yale Law Journal", Vol. 50, New Haven, 1941, S. 1180 ff.

5) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, London 1948, S. 58.

6) Vgl. May, George O.: Valuation or historical cost: Some recent developments, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, January 1940, No. 1, New York, S. 16.

7) Cotter, Arundel: The Analyst looks at the Accountant, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 64, New York 1937, S. 281: "We have no way of telling what our property is actually worth. The best we can do is to tell the stockholders what it cost us"; vgl. auch Wixon, Rufus: Accountants' Handbook, 4. Auflage, New York 1957, Abschnitt 1, S. 23 ff.

Für den Käufer einer Unternehmung sind nur zwei Werte von Bedeutung: der Zerschlagungswert und der Wert der Unternehmung als lebender Organismus. Häufig liegt der Zerschlagungswert unter den Bilanzansätzen der Vermögensgegenstände, während der Gesamtwert aus der Bilanz nicht zu entnehmen ist. Die Aktivseite der Bilanz enthält vorwiegend Kostenwerte, nicht Realwerte ¹⁾. Nur im Augenblick, da die Unternehmung Gegenstände anschafft, ist zu vermuten, daß bei einzelnen Anlagen beide Werte übereinstimmen. Im Ablauf der Zeit entfernt sich der Realwert von der Kostenbasis ²⁾. "Sollten die aufgezeichneten Werte stets angepaßt werden, wenn die realen Werte sich ändern" - May ³⁾ empfiehlt den Test des Einzelverkaufs oder des Zukunftsertrages - "wären Anpassungen täglich, vielleicht in jedem Augenblick notwendig" ⁴⁾. Abschreibungen von den Buchwerten der Vermögensteile ändern diese Positionen nicht entsprechend den Realwertschwankungen, sondern verteilen nur ihre Kosten ⁵⁾. Auch ist es vielfach üblich, Anlagen bis unter jede vertretbare Realwertgrenze abzuschreiben ⁶⁾. Münstermann ⁷⁾,

- 1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 253; Littleton, A.C.: Structure of Accounting Theory, Menasha, Wisc., 1953, S. 210; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 46. Jg., Basel 1952, S. 183 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.
- 2) Vgl. Dohr, James L.: Cost and Value, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 77, New York 1944, S. 193 f.; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 321.
- 3) Vgl. May, George O.: Twenty-Five Years of Accounting Responsibility, New York 1936, S. 312.
- 4) Nolan, Eugene: Accounting for the Admission and Retirements of Partners, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, New York 1940, S. 97: "If recorded values were changed whenever real values changed, changes would be necessary every day, perhaps every moment". Vgl. auch Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, 1. Auflage, New York 1906, S. 68.
- 5) Vgl. Easton, Edison E. und Newton, Byron L.: Accounting and the Analysis of Financial Data, New York 1958, S. 128, Hansen, Palle: Ascertainment of Profit in Business, in: "The Cost Accountant", Vol. 36, London 1958, S. 384.
- 6) Vgl. Werntz, William W.: Financial Statements for Investors, in: "The Journal of Accountancy" Vol. 69, New York 1940, S. 27; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Security Analysis, 2. Auflage, New York 1940, S. 573 f.; Staub, Walter A.: Auditing Developments during the Present Century", Cambridge, Mass., 1942 S. 65 f.; Wincott, Harold: Hope for no par Value, in: "The Banker", Vol. 102, London 1954, S. 262 f.
- 7) Vgl. Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 14.

ähnlich Mellerowicz ¹⁾, weist gleichfalls auf diese Willkür hin, die zu unkontrollierten Reserven führt. So vereinigt die Bilanz eine Mischung von historischen, konventionellen und tatsächlichen, gegenwärtigen Werten ²⁾ und Kripke schließt: "Es ist offensichtlich, daß eine Bilanz, deren individuelle Positionen mehr auf Kosten- als auf Wertbasis dargestellt werden, keinen Hinweis auf den Unternehmungswert gibt. Aber das wäre genau so wahr von einer Bilanz, die die Einzelwerte der Vermögensteile verzeichnet." ³⁾ Denn der Investor ist nicht an den Einzelwerten des Vermögens interessiert, sondern am Gesamtwert der Unternehmung, die er kaufen oder an der er sich beteiligen will. Die Fälle, in denen der Gesamtwert der Unternehmung auch nur annähernd der Summe von Einzelwerten entspricht, kann man vernachlässigen ⁴⁾. "Der Gesamtwert der Unternehmung kann nicht aus der Summe der Einzelteile ermittelt werden, weil der Wert der Einzelgüter selbst vom Wert der Unternehmung als lebender Einheit bestimmt wird" ⁵⁾. Unverständlich ist es deshalb, wie Gudehus sagen kann: "Es bleibt meistens nichts übrig, als die Teile des Unternehmens einzeln zu bewerten und die Einzelwerte zu addieren. Glücklicherweise ist die alte Regel, daß

1) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, S. 37.

2) Vgl. May, George O.: Twenty-Five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 400.

3) Kripke, Homer: a.a.O., S. 1194: "It is apparent that a balance sheet in which the individual assets are stated on a cost basis rather than on a value basis affords no guide to enterprise value. But this would be equally true of a balance sheet which purports to show the values of the assets separately." Vgl. auch Meissner, Franz: Die Bewertung der industriellen Unternehmung, Wien - St. Pölten - München 1955, S. 14 ff.

4) Vgl. May, George O.: Valuation or Historical Cost: Some recent Developments, a.a.O., S. 19.; Goode, Richard: Valuation by Capitalisation of Earnings", Lexington, Kentucky 1939, S. 3.

5) Whitton, James: Valuation of Businesses as Going Concerns, in: "The Accountants' Magazine", Vol. 59, Edinburgh 1955, S. 122: "The value of a business cannot be reached by taking separate values of each asset, because the value of these assets so much depends on their value to the business as a going concern".

das Ganze gleich der Summe seiner Teile ist, auch heute noch gültig, obwohl in unserer konfuse Zeit auch dies zuweilen bestritten wird ..." 1)

Auch Schmalenbach berechnet nach Gudehus 2) den Unternehmenswert aus Einzelwerten. Den Beweis für diese Behauptung bleibt Gudehus schuldig. In der Geschäftswelt leiten sich Werte aus der Fähigkeit her, Gewinne zu erzielen 3). Gewinne aber bildet die Unternehmung als Einheit, nicht der einzelne Vermögensgegenstand. "Die Bedeutung integrierter Vermögen liegt mehr in der Nützlichkeit als Gesamtheit, denn in den unabhängigen Teilen" 4). Über zukünftige Gewinne kann die Bilanz aber selbständig nichts aussagen, denn sie ist, wie Walker 5) formuliert, nicht mehr als ein augenblickliches Bild finanzieller Bedingungen. In ähnlicher Weise lehnen auch Fernald, Peloubet und Norton 6) sowie Frank 7) die Bilanzwerte als Maßstab für den Gesamtwert ab. Münstermann 8) weist darauf hin, daß in Deutschland die handelsrechtliche Bilanz nach dem Prinzip der Vorsicht vor allem die ungünstigen

1) Gudehus, Herbert: Bewertung und Abschreibung von Anlagen. Neue Wege der Anlagenrechnung, Wiesbaden 1959, S. 251.

2) Vgl. ebenda, S. 251 f.

3) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, 8. verbesserte Auflage, bearbeitet von Bauer, Richard, Köln und Opladen 1954, S. 36. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 183.

4) Dohr, James L.: a.a.O., S. 193: "The significance of integrated properties lies largely in their usefulness as such rather than as independent units."

5) Vgl. Walker, Q. Forrest: Some practical objections to compulsory Publicity of Accounts of industrial Enterprise, in: "The American Economic Review", Vol. 17, Evanston 1927, S. 35.

6) Vgl. Fernald, Henry B., Peloubet, Maurice E. und Norton, Lewis M.: Accounting for Nonferrous Metal Mining Properties and their Depletion, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 107.

7) Vgl. Frank, Jerome N.: Accounting for Investors, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 297.

8) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 183 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.

Möglichkeiten berücksichtigt. Neben den aus Einnahmen und Ausgaben resultierenden Aktiva und Passiva besitzen Unternehmen zudem noch Ertragskräfte, die sich nicht mit Zahlungsbewegungen erfassen lassen und darum in der Bilanz nicht erscheinen.

Gegen die Bilanzwerte als Maßstab für den Gesamtwert von Unternehmungen lassen sich somit drei Einwände erheben:

1. die Aktivseite der Bilanz enthält vor allem Kostenwerte, nicht Realwerte;
2. die Struktur der Unternehmung als Ganzheit wird vernachlässigt;
3. aus der Bilanz allein läßt sich die zukünftige Entwicklung der Gewinne nicht ableiten.

Die anglo-amerikanische Literatur lehnt sie darum, ähnlich dem deutschen Schrifttum ¹⁾ als Maßstab für den Gesamtwert ab, denn "der oft benutzte Begriff Buchwert hat in Wirklichkeit keine bestimmte Bedeutung" ²⁾.

Gewicht besitzt die Bilanz lediglich als Hilfsmittel. Sie kann die Schätzung zukünftiger Gewinne unterstützen, weil sie die noch nicht amortisierten Kosten der Betriebsanlagen ausweist, die den Aufwand zukünftiger Rechnungsperioden mitbestimmen ³⁾.

2. Rekonstruktionswerte

Nach Bonbright ⁴⁾ müssen auch die schärfsten Kritiker des Rekonstruktionswertes dessen Einfluß auf den Gesamtwert der Unternehmung zugeben. Er kann grundsätzlich nach zwei Verfahren bestimmt werden:

- 1) Vgl. zu den zitierten Werken u.a. auch Auler, W.: Der Unternehmensmehr- und -minderwert in der Bilanz, in "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Berlin und Wien 1927, 4. Jahrgang, S. 728, und Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen in: "Betriebswirtschaftliche Beiträge", Bremen-Horn 1948, Heft 2, S. 37, Schnettler, Albert: Betriebsanalyse, Stuttgart 1958, S. 29.
- 2) Leake, Percy D.: Balance Sheet Values, London 1947, S. 1: "The term book values, which is often used, has really no definite meaning."
- 3) Vgl. Frank, Jerome N.: a.a.O., S. 298; Norris, Harry: Accounting Theory, London 1946, S. 53.
- 4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 153.

Graham ¹⁾ geht aus von den ursprünglichen Anschaffungs- oder Herstellkosten der bestehenden Unternehmung und rechnet sie mit Hilfe von Indexzahlen entsprechend den Preis- und Geldwertänderungen auf den Rekonstruktionswert um.

Bonbright ²⁾ und Paton ³⁾ dagegen empfehlen, eine Rekonstruktionsbilanz mit Tagesbeschaffungspreisen aufzustellen. Die Verfahren können zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Die Rechnung mit Indexzahlen liefert den Rekonstruktionswert eines dem Bewertungsobjekt gleichen Betriebes. Die Marktpreisrechnung dagegen, wenn sie nur an die Prämissen der gleichen Leistung gebunden ist, kann vielleicht eine Konstruktion zugrunde legen, die mit einer geringeren Investition einzurichten ist ⁴⁾. Infolge des technischen Fortschritts erfordern Anlagen mit gleicher Leistungsfähigkeit, wie Münstermann ⁵⁾ ausführt, meist weniger Kapital als die vorhandenen Ausrüstungen. Diese Reproduktionswerte gelten für ein neuwertiges Unternehmen. Wenn sie um die verbrauchsbedingten Abschreibungen vermindert werden, erhalten wir den Reproduktionsaltwert. Bonbright ⁶⁾ und Haney ⁷⁾ geben danach folgendes Schema:

1. Rekonstruktionsneuwert

- a) einer dem Bewertungsobjekt gleichen Anlage
- b) der günstigsten Ersatzanlage

-
- 1) Vgl. Graham, Willard J.: Public Utility Valuation, Chicago 1934, S. 21.
 - 2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 166.
 - 3) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 322.
 - 4) In der deutschen Literatur sind diese Verfahren dargestellt bei: Rummel, Kurt: Die Verfahren zur Ermittlung des Zeitwertes (Substanzwertes) von Industrieanlagen, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", N.F., Köln und Opladen 1949, 1. Jahrgang, S. 288 ff. und Hartmann, Bernhard: Zur Praxis der Unternehmenswertermittlung, in: "Aktuelle Betriebswirtschaft", Festschrift für Konrad Mellerowicz, Berlin 1952, S. 178 ff.
 - 5) Vgl. Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.
 - 6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 152.
 - 7) Vgl. Haney, Lewis H.: Value and Distribution, New York und London 1939, S. 383.

2. Rekonstruktionsaltwert

- a) einer dem Bewertungsobjekt gleichen Anlage
- b) der günstigsten Ersatzanlage

Wer eine Unternehmung nach den Ausgaben für ihre gedachte Neuerstellung bewertet, versucht nach Bonbright ¹⁾, die klassische Lehre vom Konkurrenzpreis analog anzuwenden. Danach führt der Konkurrenzmechanismus den Wert eines Gutes auf seine Reproduktionskosten zurück ²⁾. Für die Unternehmung gilt diese Wirkung des Reproduktionswertes jedoch nicht, denn nach den Voraussetzungen der klassischen Konkurrenzpreislehre müssen homogene Güter angeboten und nachgefragt werden ³⁾. Unternehmungen dagegen sind aber gerade deshalb für die Bewertungslehre ein Problem, weil sie nicht beliebig auszutauschen sind. Teile des Betriebsvermögens sind vielleicht nie völlig nachzubilden ⁴⁾. Orgel räumt zwar der klassischen Theorie eine beschränkte Bedeutung für die Unternehmensbewertung ein, aber sie erlaubt nicht, Wert und Reproduktionskosten gleichzusetzen. "Die dynamischen Momente der modernen Industrie sind zu mächtig, und das Streben zum Gleichgewicht von Wert und Kosten zu schwach, eine solche Annahme zu rechtfertigen" ⁵⁾. Auch die Monopolstellung mancher Unternehmen verhindert es, daß Realwerte und Kostenwerte übereinstimmen ⁶⁾. So kann man auch Babcock ⁷⁾ verstehen, wenn er zwischen dem Wert eines städtischen Geschäftshauses und seinen Reproduktionskosten jede Beziehung leugnet, falls an-

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 154.

2) Vgl. Pollock, Walter W. und Scholtz, Karl W.H.: The Science and Practice of Urban Land Valuation, Philadelphia 1926, S. 16.

3) Vgl. Marshall, Alfred: Principles of Economics, 6. Auflage, London 1910, S. 401 ff.

4) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and Losses, New York 1951, S. 59.

5) Orgel, Lewis: Valuation under the Law of Eminent Domain, 2 Bände, 2. Auflage, Charlottesville, Va., 1953, Bd. 2, S. 2: "The dynamic forces of modern industry are too powerful and the forces making for equilibrium between costs and values are too weak, to justify any such assumption."

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 156.

7) Vgl. Babcock, Frederick M.: The Valuation of Real Estate, New York 1932, S. 36.

dere Unternehmer mangels geeigneter Grundstücke keinen Konkurrenzbetrieb aufbauen können. Die Erfahrung zeigt große Unterschiede zwischen Marktpreis und Reproduktionskosten vieler Güter ¹⁾. Anglo-amerikanische Autoren sehen darum in den verschiedenen Rekonstruktionswerten nicht mehr einen Maßstab für den Gesamtwert der Unternehmung, sondern vor allem im Rekonstruktionsneuwert die obere Wertgrenze ²⁾.

Montgomery ³⁾ allerdings mißt dem Rekonstruktionswert praktische Bedeutung nur für die Bewertung des materiellen Vermögens bei. Der Rekonstruktionsneuwert ist nach seiner Auffassung ein brauchbarer Wertmaßstab, wenn eine Unternehmung vor allem wegen ihrer Produktionsanlagen übernommen wird und die Geschäftsorganisation oder der Goodwill für den Käufer unwichtig sind. Entsprechend diesem Gedanken äußert auch Schnettler ⁴⁾, daß bei neu errichteten Unternehmen der Gesamtwert gelegentlich gleich der Summe der Einzelwerte sei. Neuerlich vertritt er sogar die Auffassung, eine Einzelbewertung könne gelegentlich zu besseren Ergebnissen führen als die Bewertung nach Zukunftserfolgen oder Leistungseinheiten, obwohl sie theoretisch anfechtbar sei ⁵⁾.

Goode ⁶⁾ dagegen kennt den Rekonstruktionswert auch als Gesamtrekonstruktionswert der Unternehmung. Allerdings spricht er ihm nur theoretische Bedeutung zu; denn er hält, ähnlich Schmalenbach ⁷⁾ und Münstermann ⁸⁾ nicht alle Teile des immateriellen Vermögens für er-

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 175, und Goode, Richard: a.a.O., S. 4, Fußnote.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 175;
Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 58;
Orgel, Lewis: a.a.O., Bd. 2, S. 3.

3) Vgl. Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, 2. Auflage, New York 1933, S. 743.

4) Vgl. Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", Stuttgart 1948, 1. Jg., Heft 7, S. 13.

5) Vgl. Schnettler, Albert: Betriebsanalyse, a.a.O., S. 40.

6) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 4, Fußnote.

7) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.C., S. 64.

8) Vgl. Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.

setzbar. Die gleiche Auffassung vertreten Seltzer ¹⁾ und Baston ²⁾. Theoretisch richtige Wertobergrenze bilden die gesamten Rekonstruktionsneukosten des günstigsten Ersatzunternehmens ³⁾, vermehrt um die Zinsen für die Zeit von der Investition bis zum Ertrag aus der Neuproduktion ⁴⁾.

Diese Grenze ist aber völlig unbestimmt, wenn man mit Tittel ⁵⁾ und Mellerowicz ⁶⁾ die Reproduktionskosten des zu bewertenden Unternehmens selbst sucht; diese Kosten wären nämlich unendlich hoch, weil vor allem die Faktoren, die den Goodwill ausmachen, sowie Grundstücke (Standort) nicht reproduzierbar sind ⁷⁾. Paton ⁸⁾ weist wie Münstermann ⁹⁾ darauf hin, es genüge, die Kosten für ein gedachtes Unternehmen mit gleichem Nutzeffekt zu unterstellen.

Da die voraussichtlichen Kosten der Organisation eines solchen Unternehmens nicht genau zu schätzen sind ¹⁰⁾, bleibt der Gesamtrekonstruk-

-
- 1) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 59.
 - 2) Vgl. Baston, Andrew: Elements of Economics, 3. Auflage, London 1956, S. 231.
 - 3) Vgl. Brown, Harry Gunnison: Railroad Valuation and Rate Regulation, in: "The Journal of Political Economy", Vol. 33, Chicago 1925, S. 505; Graham, Williard J.: a.a.O., S. 7; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 176; May, George O.: Valuation or Historical Cost: Some recent Developments, a.a.O., S. 20; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 125.
 - 4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 176; Theisinger, Karl: Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: "Bankwissenschaft", 10. Jg., Hamburg 1933, Bankwirtschaftliche Praxis, S. 166; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 218.
 - 5) Vgl. Tittel, Herbert: Firmenwert und stille Reserven beim Ausscheiden von Teilhabern aus Personengesellschaften, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 1. Jg., Wolfenbüttel 1949, S. 79.
 - 6) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 26.
 - 7) Vgl. Käfer, Karl: Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: "Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung", Festgabe für Otto Juzi, Zürich 1946, S. 77.
 - 8) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 436.
 - 9) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 218 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.
 - 10) Vgl. Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1060.

tionswert eine unbestimmbare Größe. Anglo-amerikanische ¹⁾ wie deutsche ²⁾ Autoren beschränken sich darum auf den Teilrekonstruktionswert. In dem Überschuß des Zukunftserfolgswertes über den Teilrekonstruktionswert sehen sie einen Maßstab für die Konkurrenzgefahr. Darum wählen sie häufig nicht den Zukunftserfolgswert als den Gesamtwert der Unternehmung, sondern eine Größe zwischen Zukunftserfolgs- und Teilrekonstruktionswert ³⁾. In dieser abgeschwächten Form macht sich die klassische Lehre vom Konkurrenzpreis noch geltend ⁴⁾. "Wenn aber im Zinsfuß oder im Erfolg die Risiken schon einkalkuliert sind, dann erübrigt sich eine weitere Vorsicht" ⁵⁾.

Bonbright ⁶⁾ rechnet mit einem Teilrekonstruktionsneuwert. Er glaubt nicht, daß die verbrauchsbedingten Abschreibungen mit genügender Annäherung zu bestimmen sind. Dagegen verwenden Leake ⁷⁾ und Cutforth ⁸⁾ einen um die Abschreibungen verminderten Rekonstruktionsaltwert. Auch Hax ⁹⁾ hat sich für ihn entschieden, weil bei Selbstfinanzierung aus

-
- 1) Vgl. Rorem, C. Rufus und Kerrigan, Harry, D.: Accounting Method, 3. Auflage, New York 1942, S. 416; Cutforth, Arthur: Methods of Amalgamation and the Valuation of Businesses for Amalgamation and other Purposes, 3. Auflage, London 1938, Neudruck 1945, S. 188; Leake, Percy, D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 107 f; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422.
 - 2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 64; Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 39; Mellerowicz, Konrad: Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 39.
 - 3) Vgl. Paton, William Andrew: The Accountants Handbook, 3. Auflage, New York 1943, S. 875; Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 26; Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 152. Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 60 ff; Auler, Wilhelm: Geschäftswert, in: Bott, Karl: "Lexikon des kaufmännischen Rechnungswesens", 2. vollständig neugestaltete Auflage, Stuttgart 1955, Band 2, S. 1235.
 - 4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 156.
 - 5) Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 47. Jahrgang, Basel 1953, S. 85.
 - 6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 178.
 - 7) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 107 f.
 - 8) Vgl. Cutforth, Arthur: a.a.O., S. 188.
 - 9) Vgl. Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 39 und Die langfristigen Finanzdispositionen, a.a.O., S. 524 f.

Abschreibungen und technischem Fortschritt der Rekonstruktionsaltwert schon zu einem leistungsgleichen Unternehmen führen kann. Desgleichen vermindert Schwantag ¹⁾ die Anlagewerte um Abschreibungen. Für Paton ²⁾ besteht der Rekonstruktionswert aus dem Bruttowert der Aktiva ohne Abzug von Schulden, weil er den Wert des Gesamtkapitals ermitteln will.

Mellerowicz ³⁾ nimmt den gleichen Standpunkt ein. Die Mehrzahl der Autoren jedoch will den Wert des unternehmerischen Eigenkapitals errechnen, zieht darum beim Rekonstruktionswert die Schulden und beim Zukunftserfolgswert die Fremdkapitalzinsen ab, damit die beiden Größen vergleichbar werden ⁴⁾.

Anglo-amerikanische und deutsche Autoren beurteilen den Rekonstruktionswert grundsätzlich gleich: den Gesamtwert der Unternehmung verkörpert er nicht; theoretisch bedeutet er als Gesamtrekonstruktionsneuwert eines gleichartigen Betriebes mit gleich hohem Nutzen die Grenze, über die keine Bewertung hinausgehen kann; für die Praxis der Erfolgsbewertung gibt er Hinweise auf den zukünftigen Aufwand ⁵⁾.

1) Vgl. Schwantag, Karl: Kosten der Betriebseinrichtung im Jahresabschluß und in der Überschuldungsbilanz von Kapitalgesellschaften, in: "Aktuelle Betriebswirtschaft", Festschrift für Konrad Mellerowicz, Berlin 1952, S. 221.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 874.

3) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 30.

4) Vgl. Cutforth, Arthur: a.a.O., S. 187; Edey, H.C.: The Super-Profit Method, in: Accountancy, Vol. 19, London 1957, S. 15; Gutenberg, Erich: Geschäftswert, in: Nicklisch, Heinrich: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", 2. Auflage, Stuttgart 1938, S. 2040; Schwantag, Karl: Kosten der Betriebseinrichtung im Jahresabschluß und in der Überschuldungsbilanz von Kapitalgesellschaften, a.a.O., S. 221; Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1065.

5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 240; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 403; Paton, William Andrew: Accounting Policies of the Federal Power Commission - A Critique, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 77, New York 1944, S. 438; Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 35 und Die Bewertung von Unternehmungen als Ganzes, in: "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", 12. Jg., Frankfurt a.M., Sondernummer Oktober/November 1959, S. 6; Klinger, Karl sowie Dexling, Harry und Holup, Gerd: Die Beziehungen zwischen Substanz- und Ertragswert in der Unternehmungsbewertung. Zwei Diskussionsbeiträge zum Aufsatz von Bankmann im "Betrieb" 1957, S. 409, in: "Der Betrieb", 10. Jg., Nr. 27, Düsseldorf 1957, S. 637.

3. Liquidationswerte

Für Graham und Dodd ¹⁾ ist der Liquidationswert der Erlös, den der Unternehmer bei Aufgabe seines Betriebes erzielt. Dabei bleibt es offen, ob die Unternehmung als Einheit fortbesteht oder zerschlagen werden soll. Für gewöhnlich gilt jedoch der Liquidationswert nur als Gesamtwert für den zum Untergang bestimmten Betrieb ²⁾. Hier wird nicht mehr die lebende Einheit erfaßt, sondern eine Sammlung einzeln zu veräußernder Vermögensgegenstände betrachtet ³⁾. Beim Verkauf büßt das materielle Vermögen einen Teil seines anteiligen Ertragswertes ein. Manchmal gelangt es nicht in seine vorgesehene Verwendung zurück; sein Nutzen sinkt. Dazu muß es oft unter Zwang veräußert werden, was den Preis weiter drückt ⁴⁾. Zudem mindern Demontage- und Verfahrenskosten die Brutto-Erlöse; der Liquidationswert sinkt weiter, während die Verbindlichkeiten in Höhe ihrer Buchwerte bestehen bleiben. Die Zerschlagung nimmt dem Betrieb auch die Werte, die aus der Produktionsleistung fließen ⁵⁾; ertragswirksame Organisations- und Reklamekosten gehen verloren ⁶⁾. Der Liquidationswert stellt daher nach anglo-amerikanischer wie deutscher Auffassung nicht den Gesamtwert eines fortbestehenden und gewinnbringenden Unternehmens dar.

Aber wenn die Produktionsanlagen für den Eigentümer auch sonst völlig nutzlos sind, so hat er doch immer die Möglichkeit, diesen Liquidationserlös zu realisieren. Er bildet daher die Grenze, die eine Unternehmensbewertung nicht unterschreiten kann ⁷⁾.

-
- 1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 582.
 - 2) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 210; Goode, Richard: a.a.O., S. 17; May, George O.: Valuation or historical cost: Some recent developments, a.a.O., S. 20.
 - 3) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 239.
 - 4) Vgl. Benniger, Lawrence J.: Cost and Value Concepts in: Backer, Morton: "Handbook of Modern Accounting Theory", New York 1955, S. 300.
 - 5) Vgl. Littleton, A.C.: a.a.O., S. 210; Schnettler, Albert: Substanz- und Werterhaltung in den Betrieben, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 26. Jg., Wiesbaden 1956, S. 261.
 - 6) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 210.
 - 7) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 91; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 582; Edey, H.C.: a.a.O., S. 53; Hax, Karl: a.a.O., S. 40; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 218.

Wenn der Liquidationserlös zu schätzen ist, lehnen es allerdings manche Autoren ab, von einer Unternehmensbewertung zu sprechen, weil mit der Vernichtung des immateriellen Vermögens eine Unternehmung nicht mehr bestehe ¹⁾.

4. Börsenkurswerte

Einen bequemen Weg zum Unternehmenswert scheinen die Börsenkurswerte zu eröffnen. Die Summe der Marktpreise aller Anteile eines Unternehmens wird hier als sein Gesamtwert angesehen ²⁾. So haben anglo-amerikanische Autoren gelegentlich großes Vertrauen zum Börsenkurswert. Kester behauptet: "Der Marktwert eines beliebigen Wertpapiers hängt auf lange Sicht mehr vom Faktor der Ertragskraft als von allem andern ab" ³⁾. Auch Adamson antwortet auf die Frage nach den preisbildenden Faktoren der Börse: "Dominierender Faktor ist der Erfolg" ⁴⁾. Hax ⁵⁾ und Münstermann ⁶⁾ dagegen glauben, daß der Börsenkurswert sich weniger an den Gewinnen der Unternehmen orientiert als an ihren Dividenden.

Weiterhin ist es üblich, wie Graham und Dodd ⁷⁾ bestätigen, mit Hochachtung vom unparteiischen Urteil der Börse zu sprechen, gleichsam als verkörpere es unbedingt die gemeinsame Entscheidung zahlloser scharfsinniger, wohlunterrichteter und berechnender Fachleute. Dazu läßt sich der Börsenkurswert besonders einfach ermitteln und gibt dem Vorurteil des Bewertenden nicht allzuviel Raum ⁸⁾. Seine Anwendung

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 239.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 245.

3) Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2 Bände, 2. Auflage, New York 1923, S. 375: "The market value of any stock is dependent in the long run more on the factor of its earning capacity than anything else".

4) Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 60: "The dominant factor is yield".

5) Vgl. Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 40.

6) Vgl. Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 11.

7) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 423.

8) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 245.

beschränkt sich jedoch auf Unternehmen, deren Anteile an der Börse regelmäßig notiert werden. Er kommt also nur für bestimmte größere Kapitalgesellschaften in Betracht. Die Börsenkurse einzelner Papiere können innerhalb weniger Wochen beträchtlich steigen oder fallen. In starken Depressionen liegt der Marktpreis der Anteile gelegentlich sogar unter dem Liquidationswert ihrer Unternehmen. Nach Ansicht der Marktpartner muß dieser Betrieb jetzt mit einer Kette von Verlusten rechnen ¹⁾.

Von 1937 bis 1938 fiel der Kurswert der General Electric Company von 1 870 000 000 \$ auf 784 000 000 \$. Objektiv blieb es völlig unbegründet, innerhalb von zwölf Monaten mehr als den halben Wert dieser mächtigen Unternehmung als verloren zu betrachten ²⁾. Schwankungen der Börsenkurse sind demnach mit den wechselnden Ertragsaussichten der Betriebe nur mangelhaft erklärt ³⁾.

Zwischen dem Erfolg der Börse und dem der Unternehmung besteht ein begrifflicher Unterschied. Unternehmen erzielen ihren Erfolg aus der Wertschöpfung. Dagegen besteht der Erfolg der Börse häufig aus Kapitalgewinnen durch Kauf und Verkauf im gleichen Markt. Gegenstand dieser Umsätze sind aber Gesellschaftsanteile, also Kapital, das Einkommen produzieren soll und nicht für den Konsum bestimmt ist ⁴⁾. Dennoch wird der Börsenwert, wie Bonbright ⁵⁾ auseinandersetzt, manchmal mit folgendem Argument verteidigt: Selbst wenn nicht Zinsen oder Dividenden für den Marktpreis verantwortlich seien, so könne man doch

1) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 402.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 10.

3) Vgl. auch Bloomberg, Lawrence Nelson: The Investment value of Goodwill, in: "John Hopkins University Studies in Historical and Political Science", Baltimore 1938, S. 13; Goode Richard; a.a.O., S. 17.

4) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 3; Sanders, Thomas Henry; Hatfield, Henry Rand; Moore, Underhill: A Statement of Accounting Principles, in: Murphy, Mary Elizabeth: "Selected Readings in Accounting and Auditing. Principles and Problems". Teil 1, Kapitel 2: Development of Principles by Research, New York 1952, S. 9.

5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 224.

den günstigen Wiederverkauf an einen gutgläubigen Dritten auch als Erfolg ansehen und auf den Gegenwartswert diskontieren. "Diese Erklärung bewahrt formell die Gültigkeit der Kapitalwert-Theorie, ändert aber zumindest ihre Bedeutung für den Bewertenden. Denn sie begründet den gegenwärtigen Marktwert eines Vermögens aus dem zukünftigen Marktwert desselben Vermögens" ¹⁾. "Der Wertpapiermarkt bietet endlose Illustrationen solcher Gewinne und Verluste. Wer 1939 200 Aktien der Pepsi Cola Company zu 6 \$ je Stück kaufte, konnte seinen Aktienbesitz 1945 für mehr als 225 000 \$ verkaufen" ²⁾.

Selbst wer realisierte Kapitalgewinne als Ertrag ansieht, muß einräumen, daß sie zum regelmäßig fließenden Einkommen keine übliche Beziehung besitzen; es sei denn, laufende Gewinne wurden nicht ausgeschüttet und führen so zu Kapitalgewinnen ³⁾. In England erkennt auch die Steuerpraxis diese Begründung an und befreit Kapitalgewinne von der Steuerpflicht ⁴⁾. Auch müssen Käufer bei ihren Entscheidungen sich vor allem auf die Zahlungen und Gewinnausweise der Vergangenheit verlassen. Historische Daten allein weisen aber die Ertragskraft der Unternehmung nicht genügend nach ⁵⁾.

Der Zusammenbruch der Börse 1930 in Amerika wurde - so begründet es May ⁶⁾ - von Käufern und Verkäufern beschleunigt, die sich vor allem

-
- 1) Ebenda: "Such an explanation preserves the formal validity of the capital-value theory. But at least it changes the significance of the theory to the appraiser. For it makes the present market value of the property dependent on the expected future market value of the same property".
 - 2) Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 1: "The stock market offers endless illustrations of such gains and losses. A man who bought 200 shares of Pepsi Cola Company common stock at 6 \$ a share in 1939 could sell his holdings for more than 225 000 \$ in 1945".
 - 3) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 327 f; Hirst, Francis W.: The Stock Exchange, 4. Auflage, London 1948, S. 86 ff.
 - 4) Vgl. May, George O.: The British Treatment for Capital Gains, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 73, New York 1942, S. 502; Income Tax Act 1952, § 10; Newport, Cecil A. und Plunkett, H.G.S.: Income Tax, Law and Practice, 28. Auflage, London 1958, S. 7.
 - 5) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 19.
 - 6) Vgl. May, George O.: Ebenda, S. 7 f. u. S. 71.

an den Gewinnausweisen der letzten zwölf, sechs oder drei Monate orientierten. Vergangenheitswerte reichen, wie auch King ¹⁾ nachweist, nicht aus, zwischen Börsenkurs und Zukunftserfolg statistisch eine Beziehung zu finden. Die preisbestimmenden Faktoren der Börse bilden den Kurs ohne Rücksicht auf die langfristige Entwicklung. Darum vertreten Graham und Dodd entschieden die Meinung: "Sehr häufig sind diese Bewertungen auf Massenpsychologie, fehlerhafter Denkweise und äußerst oberflächlicher Prüfung unzureichender Information begründet" ²⁾. Die Marktpreise der Aktien schwanken deshalb so weit, weil sie unter kurzfristiger Berechnung zustandekommen; dennoch müssen ihre Schwingungen nicht mit hohen oder niedrigen Dividendenzahlungen parallel laufen ³⁾. Auch Münstermann ⁴⁾ erwähnt, daß die Börse von Gerüchten und Stimmungen lebt und in der Konjunktur überhöhte Werte, in der Depression dagegen zu niedrige Werte ausweist. Käufer müßten gerade in der Konjunktur vorsichtig sein und in der Krise zuversichtlich Aktien kaufen ⁵⁾. Man kann aber nicht von ihnen erwarten, der allgemeinen Versuchung ganz zu entgehen ⁶⁾. "Demnach sind Aktienpreise nicht sorgfältig errechnet, sondern entstehen aus einem Wirrwarr menschlicher Reaktionen. Die Börse registriert eher als daß sie wägt. Sie reagiert auf Tatsachen nicht direkt, sondern nur so, wie diese Tatsachen die Entscheidungen von Käufern und Verkäufern beeinflussen" ⁷⁾.

-
- 1) Vgl. King, Wilford I.: Analysing the Relationship between Stock-prices, Earnings, and Dividends, in: "The Journal of the American Statistical Association", Vol. 26, Supplement: Papers and Proceedings of the Ninetysecond Annual Meeting of the American Statistical Association, New York 1931, S. 137 und S. 140.
 - 2) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 423: "Very frequently, however these appraisals are based on mob psychology, on faulty reasoning and on the most superficial examination of inadequate information."
 - 3) Vgl. Warren, Mortimer Langton: Investment for the ordinary man, London 1958, S. 70.
 - 4) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 211 und Unternehmenswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 16.
 - 5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 15.
 - 6) Vgl. Warren, Mortimer, Langton: a.a.O., S. 70.
 - 7) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 531: "Hence the prices of common stock are not carefully thought out computations but the resultants of a welter of human reactions. The stock market is a voting machine rather than a weighing machine. It responds to factual data not directly but only as they affect the decision of buyers and sellers".

Auch wird das Kursniveau der Aktien, wie Münstermann ¹⁾ erläutert, von den Geldmarktverhältnissen in Verbindung mit kreditpolitischen Maßnahmen der Notenbank und anderen Geldschöpfungs- und Geldvernichtungsvorgängen stark beeinflusst. Dem Börsenkurswert liegt zudem die im Wirtschaftsleben oft falsche Annahme zugrunde, der Wert des Ganzen sei aus der Summe seiner Einzelwerte zu gewinnen. Fisher ²⁾ und Bogie ³⁾ weisen darauf hin, daß die Börsenkurse häufig nur bei kleinen Umsätzen gebildet werden. Wer aber ein Aktienpaket kauft, um sich Einfluß auf eine Unternehmung zu sichern, ist auch bereit, einen Preis über die Summe der Börsenkurswerte der einzelnen Aktien hinaus zu zahlen ⁴⁾. Meist steigen die Preise übermäßig, wenn ein Unternehmen seinen Konkurrenten zu kontrollieren sucht. Das Gegenteil kann eintreten, wenn ein Hauptaktionär keine Minderheitsbeteiligungen aufkaufen will. Der Wert dieser Aktien kann dann unter den Liquidationswert des Betriebes sinken, weil die Minderheit weder eine angemessene Dividende noch die Liquidation erzwingen kann ⁵⁾.

Der Börsenkurswert ist somit als Unternehmenswert eine sehr fragwürdige Größe. Anglo-amerikanisches und deutsches Schrifttum verwerfen ihn gleicherweise. Bonbright ⁶⁾ und Cutforth ⁷⁾ räumen ihm nur als Vergleichswert in einem offensichtlich rohen Verfahren eine gewisse Bedeutung ein.

5. Zukunftserfolgswerte

Bilanzwerte, Rekonstruktionskosten, Liquidationswerte und Börsenkurse versagen bei der Gesamtbewertung eines lebenden Unternehmens, weil der Wert eines Objektes aus seinen zukünftigen Nutzungen abgeleitet

-
- 1) Vgl. Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 10.
 - 2) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 35.
 - 3) Vgl. Bogie, D.J.: Introduction to Group Accounts, London 1952, S. 1 u. S. 3.
 - 4) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 211; und Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 15 f.
 - 5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 247.
 - 6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 265.
 - 7) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 120.

werden muß ¹⁾. Wer eine Unternehmung kaufen will, "ist wirtschaftlich an nichts anderem interessiert als daran, was eine Unternehmung ihm in Zukunft erbringen wird" ²⁾. Darum bestätigt eine reichhaltige anglo-amerikanische Literatur ³⁾, wenigstens in der Theorie, den Zukunftserfolgswert als den richtigen Gesamtwert der Unternehmung und entspricht so den Auffassungen, die auch in deutschen Arbeiten zu diesem Problem vertreten werden ⁴⁾. Preinreich definiert ihn als den "diskontierten Wert aller zukünftigen Leistungen, die ein Kapitalgut im Laufe seiner nutzbaren Lebenszeit erzeugt" ⁵⁾. Münstermann bezieht Liquidationswert und Rekonstruktionswert als untere und obere Wertgrenze in seine Begriffsbestimmung ein und sagt genauer: "Der Zu-

-
- 1) Vgl. Fetter, Frank Albert: Recent Discussion of the Capital Concept, in: "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 50, Boston 1900, S. 28.
 - 2) Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 36.
 - 3) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 188; Simpson, Kemper: The Capitalization of Goodwill, in: "John Hopkins University Studies in Historical and Political Science", Vol. 39, Baltimore 1921, S. 11; Commons, John R.: Legal Foundations of Capitalism, New York 1924, S. 202; Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 738; Rautenstrauch, Walter: The Evaluation of Industries, in: "Bulletin of the Taylor Society and of the Society of Industrial Engineers", Vol. 1, New York 1934, S. 631; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 237 f; Webb, Clarence A. und Webb, Norman A.: Valuation of Real Property, 6. Auflage, London 1937, S. 16; Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 178; Goode, Richard: a.a.O., S. 1; Frank, Jerome N.: a.a.O., S. 298; May, George O.: Valuation or Historical Cost, a.a.O., S. 19 f. und Financial Accounting, New York 1943, S. 103; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 398 und Accountants' Handbook, a.a.O., S. 867; Dohr, James L.: a.a.O., S. 194; Orgel, Lewis: a.a.O., S. 648; Legal Case: Holt and others v. Inland Revenue Commissioners, All England Law Reports 1953, Vol. 2, S. 1499 ff; Keel, Reginald O.A.: The Acquisition of Companies - Current Developments and Procedures, in: "Accountancy", Vol. 70, London 1959, S. 11.
 - 4) Vgl. z.B. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 36; Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 37; Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 201; Mellerowicz, Konrad: Wert und Wertung im Betrieb, Essen 1952, S. 67 und Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 19; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 183, und Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 73 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., Sp. 1062.
 - 5) Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 178: "The value of a capital good equals the discounted value of all future services which it is expected to yield in the course of its useful life".

kunftserfolgswert ist der den Liquidationswert nicht unterschreitende und den Gesamtrekonstruktionswert eines gleichartigen Betriebes mit gleichem Nutzeffekt nicht überschreitende Barwert aller künftig ausgeschütteten Gewinne" ¹⁾. Dagegen sehen Neubert ²⁾ und Frank ³⁾ im Zukunftserfolgswert selbst die Obergrenze des Unternehmungswertes. Diese Auffassung ist irrig, denn der Käufer zahlt für eine Unternehmung nicht mehr als ihm der Aufbau eines gleich erfolgreichen Betriebes kosten würde; der Zukunftserfolgswert des Bewertungsobjektes kann aber diesen Betrag überschreiten. Die deutsche betriebswirtschaftliche Literatur spricht üblich vom Ertragswert, setzt also Ertrag und Erfolg gleich. Der Nutzen der Unternehmung jedoch leitet sich als Erfolg aus der Differenz von Aufwand und Ertrag ab. In Anlehnung an Münstermann ⁴⁾ wird darum im folgenden vom Zukunftserfolgswert gesprochen.

Die Verbindung zwischen Gesamtwert und Zukunftserfolg einer Unternehmung stellt die Zinsrate her ⁵⁾. Wenn Nutzungen erst in Zukunft zu erwarten sind, so haben sie heute einen geringeren Wert als im Augenblick, da sie erreichbar werden ⁶⁾. Der Gesamtwert ist so in drei Schritten zu errechnen:

1. Bestimmung der Realisationszeitpunkte zukünftiger Erfolge,
2. Schätzen dieser Zukunftserfolge,
3. Diskontieren der zukünftigen Erfolge auf den Bewertungsstichtag.

Der Zukunftserfolgswert berücksichtigt in idealer Weise den Grundsatz der Bewertungseinheit, weil die Erfolge aus dem Zusammenwirken aller positiven und negativen Arbeitsfaktoren entstehen ⁷⁾.

-
- 1) Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 218.
 - 2) Vgl. Neubert, Helmut: Die Bewertung von Industrieunternehmungen bei Abweichungen zwischen Substanzwert und Ertragswert. Diss. Berlin 1950, S. 8.
 - 3) Vgl. Frank, Gundolf: Die Bewertung ganzer Unternehmungen, Diss. Nürnberg 1955, S. 81.
 - 4) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 215.
 - 5) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 202.
 - 6) Vgl. Fetter, Frank Albert: a.a.O., S. 28.
 - 7) Vgl. Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 13; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 214.

So erklärt Münstermann, daß dieser Wert den "Vorzug absoluter Richtigkeit" besitzt und "sogar der einzige exakte Betriebsgesamtwert ist" ¹⁾. Benninger ²⁾ gibt diesem Gesamtwert für die Unternehmung theoretisch die gleiche Bedeutung wie den Marktpreisen für homogene Güter. Busse von Colbe ³⁾, Münstermann ⁴⁾ und Schnettler ⁵⁾ ergänzen diesen Gedanken: nur das unter dem Grundsatz der Gewinnmaximierung geführte Unternehmen kann nach seinen künftigen Erfolgen bewertet werden. Dagegen versucht Felten ⁶⁾, mit einer erweiterten Ertragswert-Theorie auch Unternehmen, die nicht Gewinnmaximierung anstreben, sondern nach gemeinwirtschaftlichen Prinzipien arbeiten, sowie Unternehmen, denen Preistaxen auferlegt sind, und zentralgelenkte Unternehmen objektiv zu bewerten.

1) Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 73.

2) Vgl. Benninger, Lawrence J.: a.a.O., S. 300.

3) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., Vorwort.

4) Vgl. Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 1 f.

5) Vgl. Schnettler, Albert: Betriebsanalyse, a.a.O., S. 28.

6) Vgl. Felten, Jean Baptiste: Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, in: "Forschungsberichte des Wirtschafts- und Verkehrsministeriums Nordrhein-Westfalen", Nr. 572, Köln und Opladen 1958, S. 8 f. Diese Arbeit ist eine nur unwesentlich veränderte Veröffentlichung der Dissertation des Verfassers: Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Verhältnisse in der Energiewirtschaft, Diss. Köln 1955. Im folgenden wird nur die im Buchhandel erschienene Fassung zitiert.

II. Die Bewertungsverfahren

A. Die Entwicklung der Bewertungsverfahren

Die anglo-amerikanische betriebswirtschaftliche Literatur hat dem Gebiet der Unternehmensbewertung praktisch noch keine geschlossene Darstellung gewidmet. Fast alle Autoren behandeln den Gesamtwert nur soweit, wie er im Rahmen von Spezialuntersuchung als Problem erscheint. Unter dieser Einschränkung sind in zeitlicher Reihenfolge die Arbeiten von Dicksee ¹⁾, Leake ²⁾, Cutforth ³⁾, Bonbright ⁴⁾ sowie Paton ⁵⁾, Adamson ⁶⁾ und Sidey ⁷⁾ zu nennen. Dicksee und Leake z.B. befassen sich vorwiegend mit den Bewertungs- und Bilanzierungsfragen des Goodwills. Cutforth wird durch seine Untersuchung der Fusion von Betrieben zum Gesamtwert geführt. Bonbright beschäftigt sich vor allem mit den rechtlichen Bewertungsanlässen, während Paton in seiner umfassenden Darstellung des Revisionswesens dem Gesamtwert der Unternehmung ein besonderes Kapitel widmet. Adamson und Sidey handeln einige Techniken der Unternehmensbewertung ab und wenden sie hauptsächlich auf die Bewertung von Unternehmensanteilen an. Außer Bonbright haben alle genannten Autoren ihre Publikationen auf Erfahrungen gestellt, die sie aus ihrer beruflichen Tätigkeit als Wirtschaftsprüfer gewinnen konnten. Gleiches gilt für die zahlreichen Beiträge zu Spezialproblemen der Unternehmensbewertung, die beinahe ausschließlich in den Fachzeitschriften der Wirtschaftsprüfer erschienen sind ⁸⁾. Es würde zu weit führen, auf ihre Autoren an dieser Stelle

1) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: Goodwill and its Treatment in Accounts, 1. Auflage, London 1897.

2) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O.

3) Vgl. Cutforth, Arthur E.: Methods of Amalgamation and the Valuation of Businesses for Amalgamation and other Purposes, 3. Auflage, a.a.O.

4) Vgl. Bonbright, James C.: The Valuation of Property, a.a.O.

5) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O.

6) Vgl. Adamson, A. Victor: Valuation of Company Shares and Businesses, 2. Auflage, a.a.O.

7) Vgl. Sidey, Robert L.: The Valuation of Shares, a.a.O.

8) Seit 1945 erscheint in New York die Zeitschrift "Analysts' Journal". Sie befaßt sich vorwiegend mit der Untersuchung von Börsenkurswerten großer Kapitalgesellschaften und versucht, den Investor bei der Anlage seines Geldes zu beraten. In Deutschland konnte die Zeitschrift nicht beschafft werden.

im einzelnen einzugehen. Jedoch läßt sich der Schluß ziehen, daß in den anglo-amerikanischen Ländern die Verfahren der Unternehmensbewertung vorwiegend aus der Übung der Praxis hervorgingen. Sie sind deshalb von den allgemeinen Wertvorstellungen beeinflusst, wie sie Sachverständige, Taxatoren, Wirtschaftsprüfer und Börsenpublikum pflegen.

Um die letzte Jahrhundertwende galt dem Käufer eine Unternehmung als sicher, wenn sie ein hohes materielles Vermögen bilanzierte und in der Vergangenheit Erträge erzielt hatte. Die Vergangenheit war bekannt, darum Grundlage der Sicherheit, die Zukunft dagegen spekulativ; sie durfte bei der Unternehmensbewertung keine Rolle spielen ¹⁾. Der Wert einer Unternehmung sollte aber größer sein, als die in den Büchern ausgewiesene Substanz. So sah Dicksee ²⁾ vor allem in der Kundschaft die Ursache für den Überschuß des Gesamtwertes über das bilanzielle Vermögen einer Unternehmung, der gewöhnlich als Goodwill bekannt ist. Die Bewertungsverfahren jener Zeit beschränkten sich ausschließlich darauf, den Goodwill isoliert zu errechnen ³⁾. Mit der Summe von Bilanzvermögen und Goodwill glaubte man den Unternehmenswert bestimmt zu haben.

Das verführte manche Unternehmer dazu, in der Bilanz Werte auszuweisen, die oft weit über den Kosten lagen. Unkritische Käufer sollten durch die überhöhten Aktiva verleitet werden, weiteres Kapital in diesen Unternehmen zu investieren ⁴⁾. Nach dem ersten Weltkrieg bemühte sich die amerikanische Bundesregierung, diesen Übelstand mit den Gesetzen gegen die Kapitalverwässerung (Anti-Stock-Watering Laws) zu bekämpfen ⁵⁾. Die Entwicklung überholte jedoch diesen Versuch. Der

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 349 ff.

2) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: Goodwill and its Treatment in Accounts, 4. Auflage, London 1920, S. 43.

3) Vgl. z.B. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 1. Auflage, London 1897.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 493; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 790.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 493; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 793.

erste Weltkrieg und die Konjunktur der Jahre 1927 bis 1929 ließen Vergangenheitswerte als unzuverlässige Grundlagen für erfolgreiche Investitionen erscheinen. Infolge der Auswirkungen des Krieges brachen Unternehmen zusammen, obwohl sie jahrelang erfolgreich wirtschafteten; andere unbekannte Firmen oder Betriebe von zweifelhaftem Ruf erreichten, vor allem durch die Konjunktur, schnell beherrschende Größe, eindrucksvolle Erträge und hohe Börsennotierungen ¹⁾. Offensichtlich bestand keine Beziehung zwischen den einzelnen Vermögensteilen der Unternehmung und ihrem Erfolg sowie zwischen Bilanzausweis und Liquidationswert. Bis 1929 verlor das materielle Vermögen deshalb bei den Investitionsüberlegungen alle Bedeutung, an seine Stelle trat der Erfolgstrend der Unternehmung ²⁾. Um aber die Erfolgsentwicklung ihrer Betriebe recht vorteilhaft erscheinen zu lassen, bemühten sich jetzt viele Unternehmer um einen möglichst niedrigen Bilanzansatz des Vermögens. Die laufenden Abschreibungen der unterbewerteten Anlagen ermäßigten sich dadurch, und die Erfolgsrechnung wies in gleichem Maße einen höheren Gewinn aus ³⁾. Statt der Überbewertungen der Vorkriegszeit enthielten die Bilanzen jetzt stille Reserven. Münstermann ⁴⁾ berichtet über parallele Veränderungen in der Bilanzierungspraxis deutscher Aktiengesellschaften.

Mit dieser Entwicklung endete die Konjunktur der Jahre 1927 bis 1929 in der Krise von 1930. Sei es, daß die Überbetonung des Erfolgstrends die Krise verursachte oder sie nur verstärkte, die Unternehmensbewertung allein auf Grund der Erfolge war in den anglo-amerikanischen Ländern diskreditiert ⁵⁾. Statt dessen wurde der Substanzwert wieder

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 351 f.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 353; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 227.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 416 f. und S. 493.

4) Vgl. Münstermann, Hans: Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 14.

5) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 7 ff. u. S. 71; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 227.

entdeckt; die Praktiker der Unternehmungsbewertung haben ihn seitdem nicht mehr aufgegeben ¹⁾. Allerdings erscheint er heute nicht als einfacher Bilanzwert, sondern als Rekonstruktionswert. Ebenso wird der Goodwill nicht mehr aus den Gewinnen der Vergangenheit, sondern aus einem Teil des Zukunftserfolges abgeleitet. Dennoch sind die Bewertungsverfahren anglo-amerikanischer Autoren häufig von Kostenvorstellungen bestimmt. Bonbright ²⁾ weist auf Schmalenbach hin, der die Amerikaner als höchst erfolgreich kennzeichnet, diesen vergangenheitsorientierten Kostenstandpunkt überwunden zu haben (Finanzierungen, 3. Auflage, Leipzig 1922, S. 4 f.) und widerspricht ihm ausdrücklich. Auch Haney ³⁾ bestätigt, daß Bewertungen oft von den Kosten der Vergangenheit abhängen.

Weitgehende Übereinstimmung zeigt die anglo-amerikanische Literatur in der Frage des Bewertungsstandpunktes. Fast alle Autoren setzen für ihre Untersuchungen voraus, der Bewertende treffe seine Entscheidungen aus der Sicht eines Käufers, der die Unternehmung zu erwerben wünscht. Wie aus dieser Arbeit im folgenden noch hervorgeht, werden Änderungen des Zukunftserfolges, die aus dem Eigentumsübergang resultieren, bei der Gesamtbewertung berücksichtigt. In der deutschen Literatur wird dagegen sowohl die subjektive Bewertung, etwa aus der Sicht eines hypothetischen Käufers oder Verkäufers, als auch die objektive Bewertung, als Bestimmung des im Objekt selbst liegenden Wertes, nachdrücklich vertreten. Busse von Colbe ⁴⁾ hat sich in zwei Arbeiten mit den verschiedenen Auffassungen kritisch auseinandergesetzt und entscheidet sich für die subjektive Bewertung. Auf eine Wiedergabe der einzelnen Meinungen kann an dieser Stelle verzichtet werden.

1) Vgl. z.B. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O.; Cutforth, Arthur E.: a.a.O., Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 147, Fußnote.

3) Vgl. Haney, Lewis H.: a.a.O., S. 343.

4) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Objektive oder subjektive Unternehmungsbewertung? in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 27. Jg., Wiesbaden 1957, S. 113 ff. und Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 12 ff.

B. Bilanzwerte und Vergangenheitserfolge als Grundlagen des Gesamtwertes

1. Grundgedanke

Die frühen anglo-amerikanischen Verfahren ermitteln den Goodwill isoliert und vereinigen ihn dann mit dem bilanziellen Vermögen zum Gesamtwert der Unternehmung. Dicksee hat diese Rechnung, wie gelegentlich erwähnt wird, 1897 als erster ¹⁾ dargestellt. Sie war um diese Zeit weit verbreitet, weil sie einfach anzuwenden war und den damals herrschenden Wertvorstellungen entgegenkam. Was bereits als wertvoll angesehen wurde, blieb anerkannt, die Zukunft überließ man den Spekulanten ²⁾. So bestimmte man den Goodwill meist als eine Addition mehrerer Erfolge der Vergangenheit ³⁾. Theoretisch soll sich die Anzahl dieser Jahre danach bemessen, wie lange der Einfluß des Verkäufers im Unternehmen noch nachwirkt ⁴⁾.

Dicksee ⁵⁾ gibt eine Liste der Jahre, die für verschiedene Branchen als Regel gelten sollten:

Groß- und Einzelhandel	1 bis 5 Jahre
Herstellungsbetriebe	1 bis 4 Jahre
Freiberufliche Zusammen- schlüsse	1 bis 3 Jahre
Zeitungen und ähnliche Monopole	1 bis 10 Jahre.

-
- 1) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 19; Sidey, Robert L.: The Valuation of Shares, Sydney 1950, S. 40 f.
- 2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 349 ff.
- 3) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 1. Auflage, London 1897 und 4. Auflage, London 1920, Vorwort S. V ff.
- 4) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, Sydney 1957, S. 494.
- 5) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 85.

Jones ¹⁾ spricht vom ein- bis vierfachen Durchschnittserfolg der letzten fünf Jahre.

Während für Dicksee die Bilanzwerte noch unbedingt gültig sind - er spricht deshalb von ihnen nicht besonders - schränken neuere Autoren ²⁾ ihre Bedeutung ein. Carter und Carter ³⁾ erwähnen noch dies Bewertungsverfahren, wollen jedoch, in Übereinstimmung mit Lenhard ⁴⁾ und Smith ⁵⁾, eine Bewertung nicht allein auf historische Daten begründen.

In dem Hinweis mancher Autoren ⁶⁾, der Bewertende habe bei der Bestimmung des Gesamtwertes auch den wertmäßigen oder mengenmäßigen Umsatz für seine Analyse zu berücksichtigen, findet sich eine Andeutung des Verfahrens, Unternehmen nach den von ihnen erzeugten Leistungseinheiten zu bewerten. Diese Rechnung ist jedoch in anglo-amerikanischen Ländern nicht zur eigenen Methode entwickelt worden, während sich auf deutscher Seite Schmalenbach ⁷⁾ näher mit den Problemen des Leistungseinheitswertes befaßt. Auch Schnettler ⁸⁾ und Münstermann ⁹⁾ haben sich dazu geäußert. Die anglo-amerikanische Bewer-

-
- 1) Vgl. Jones, Frank Horace: Guide to Company Balance Sheets and Profit and Loss Accounts, 4. Auflage, Cambridge 1951, S. 107.
 - 2) Vgl. Mustoe, N.E., Eve, Brian und Anstey, Bryan: The Complete Valuation Practice, London 1955, S. 162.
 - 3) Vgl. Carter, Roger N. und Carter, W. Roger: Advanced Accounts, London 1942, S. 384.
 - 4) Vgl. Lenhart, Norman J.: What is Goodwill? How is it Computed? Some remarks on a difficult topic, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 92, New York 1951, S. 103.
 - 5) Vgl. Smith, Stanley G.: Goodwill in Accountancy, in: Lewis, Thomas H.: "The Business Encyclopaedia and Legal Adviser", 6. Auflage, London 1956, Vol. 3, S. 186.
 - 6) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 78 f.; Montgomery Robert H.; Lenhart Norman J. und Jennings, Alvin R.: Montgomery's Auditing, 7. Auflage, New York 1949, S. 293.
 - 7) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 78 ff.
 - 8) Vgl. Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 16 f. und Betriebsanalyse, a.a.O., S. 39 f.
 - 9) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 211 ff.

tungslehre hat diese Möglichkeit noch nicht ausreichend genutzt, obwohl die Leistungseinheitsrechnung in der amerikanischen Tendenz zur Massenproduktion einen günstigen Ansatzpunkt fände ¹⁾.

2. Kritik

Besonderer Kritik ist die Bewertung auf Grund von Bilanzansätzen und Vergangenheitserfolgen in der anglo-amerikanischen Literatur ausgesetzt, weil sie von der Vorstellung ausgeht, aus historischen Daten könne der gegenwärtige Gesamtwert einer Unternehmung ermittelt werden. Sind Erfolge einmal erzielt, üben sie auf den Wert der betreffenden Unternehmung keinen unmittelbaren Einfluß mehr aus ²⁾. Auch läßt sich nicht vorweg bestimmen, wie lange der den Goodwill begründende gute Ruf des Verkäufers noch in den Erfolgen des Unternehmens nachwirken wird ³⁾.

Der aus der Bilanz gewonnene Teil des Gesamtwertes ist in sich problematisch, weil Bilanzen über den Realwert der Aktiva nichts aussagen.

Die Summe von Bilanzwerten und Goodwill, abgeleitet aus früheren Erfolgen, bildet nicht den Unternehmenswert, weil weder die Zukunft als wertbestimmend erkannt ist, noch das Prinzip der Bewertungseinheit beachtet wird.

3. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens

Das erläuterte Verfahren ist für die Unternehmungsbewertung nicht zu vertreten. So ist auch seine praktische Bedeutung gering, wenn es auch gelegentlich noch bei Handwerks- und Einzelhandelsbetrieben ange-

1) Vgl. Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 16.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 250; Sidney, Robert L.: a.a.O., S. 40 f.; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 35; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 420; Hansen, Palle: a.a.O., S. 381.

3) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 494.

wandt wird ¹⁾. Der von Seed ²⁾ geäußerten Meinung, es sei dort als Verhandlungsgrundlage gerechtfertigt, weil kompliziertere Rechnungen kein besseres Ergebnis liefern würden, kann jedoch nicht gefolgt werden. Da gerade diese Unternehmen häufig kein nennenswertes substantielles Vermögen aufweisen, bietet sich die Bewertung nach den Zukunftserfolgen als geeignetes Verfahren an.

Die Bewertung mit Hilfe von Bilanzgrößen und Vergangenheitserfolgen nahm von England ihren Ausgang und wurde durch die Schrift Dicksees ³⁾ zuerst verbreitet. Heute ist dies Verfahren in allen bedeutenden anglo-amerikanischen Ländern bekannt. Besonders oft wird es in den Arbeiten australischer Autoren behandelt ⁴⁾. Es ist deshalb zu vermuten, daß man ihm in Australien noch verhältnismäßig häufig begegnet.

1) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 35; Mustoe, N.E., Eve, H. Brian und Anstey, Bryan: a.a.O., S. 162 ff.; Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 494.

2) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 143.

3) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: Goodwill and its Treatment in Accounts, 1. Auflage, London 1897.

4) Vgl. z.B. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 40 f.; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 35; Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 494.

C. Substanzwerte und Zukunftserfolge als Grundlagen des Gesamtwertes

1. Der Grundgedanke

Gegenüber dem Verfahren von Dicksee bedeutet es einen Fortschritt, die Bewertung von Unternehmen auch auf zukünftige Erfolge zu stützen. Hinweise bei Mustoe, Eve und Anstey, Carter und Carter, Lenhart und Smith kündeten bereits eine Abkehr von der Vergangenheit an. Doch wird die Unternehmung immer noch als ein Nebeneinander von materiellen wie immateriellen Vermögensteilen gesehen und der Wert der Realien mit deren Kosten identifiziert. Dem originären Goodwill dagegen sind Kosten nicht exakt zuzurechnen; einen Marktpreis besitzt er nicht. Seine Existenz und sein Wert sind nur aus den von ihm verursachten Erfolgen zu begründen ¹⁾. "Die Existenz immaterieller Werte spiegelt sich allgemein in einer Ertragskraft, die eine normale Gewinnrate des materiellen Vermögens übertrifft. Folglich ist die Ermittlung des beteiligten Substanzwertes ein notwendiger Schritt zur Bewertung der immateriellen Güter" ²⁾. Der Gesamtwert einer Unternehmung setzt sich danach zusammen aus dem irgendwie ermittelten Substanzwert und den kapitalisierten Zukunftserfolgen des Goodwills.

Während in unserer bisherigen Darstellung unter dem Goodwill einer Unternehmung weitgehend ihr guter Ruf zu verstehen war, ist für die folgenden Abschnitte, die sich mit der heute vorherrschenden anglo-amerikanischen Literatur zur Unternehmensbewertung befassen, eine Änderung des Goodwillbegriffs zu beachten. Der Goodwill umfaßt nicht mehr den guten Ruf allein, sondern alle vorteilhaften Beziehungen in-

1) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 20; Ascher, Leonard W.: Survey of Accounting, New York 1952, S. 431.

2) Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422: "The presence of intangible value is generally reflected in a level of earning power in excess of a normal rate of return on tangible resources. It follows that a necessary step in the appraisal of intangibles is the determination of the amount of tangible assets involved". Vgl. auch Rorem, C. Rufus und Kerrigan, Harry D.: a.a.O., S. 416.

und außerhalb des betrieblichen Bereiches, soweit sie sich wertbildend auswirken ¹⁾. Bei dieser Betrachtung deckt sich der Goodwill mit dem deutschen Firmenwert, der als Überschuß des aus zukünftigen Gewinnen resultierenden Gesamtwertes über die Summe von materiellen und sonstigen immateriellen Vermögensteilen definiert wird ²⁾. Eine genauere Analyse des Goodwillbegriffs ist im Rahmen dieser grundsätzlichen Betrachtung nicht gerechtfertigt, sie bleibt einem besonderen Abschnitt vorbehalten ³⁾.

Für die Unternehmensbewertung mit Substanzwerten und Zukunftserfolgen wird von anglo-amerikanischen Autoren stillschweigend unterstellt, daß die Substanz des Unternehmens nur einen Gewinn in Höhe der durchschnittlichen landesüblichen Verzinsung erbringt. Überschreitet der jährliche Gesamtgewinn diesen Betrag, so gilt der Überschuß als Erfolg des Goodwills. Angenommen, der Goodwill erbrächte zeitlich unbegrenzte, gleichbleibende Periodenerfolge, so läßt sich das Bewertungsverfahren in folgender Formel darstellen:

$$W_u = S_w + \frac{E - r \cdot S_w}{i}$$

W_u = Gesamtwert der Unternehmung;

S_w = Substanzwert der Unternehmung;

E = durchschnittlicher zukünftiger Jahreserfolg;

r = aus dem Substanzwert der Unternehmung fließender Teil des jährlichen Gesamtgewinnes, ausgedrückt als Prozentsatz des Substanzwertes;

i = Kapitalisierungszinsfuß des Goodwillerfolges.

Es läuft auf das Gleiche hinaus, wenn der Bewertende den zukünftigen Gesamtgewinn auf Substanz und Goodwill aufgeteilt denkt. Der Gesamtwert entsteht dann als die Summe der getrennt kapitalisierten Teilerfolge:

1) Vgl. S. 155 f.

2) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", begründet von Heinrich Nicklisch, 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1958, 2. Band, S. 1953.

3) Vgl. Abschnitt III, Der Goodwill, S. 150 ff.

$$w_u = \frac{r \cdot Sw}{r} + \frac{E - r \cdot Sw}{i}$$

Die Bewertung mit Substanzwerten und Differenzerfolgen verlangt somit eine Zahl von Einzelrechnungen ¹⁾.

1. Bewertung der Substanz;
2. Schätzung der Zukunftserfolge;
3. Festsetzung einer angemessenen Verzinsung für das materielle Vermögen und den Goodwill und entsprechende Aufspaltung der Erfolge;
4. Bestimmung des Gesamtwertes als Summe von Substanzwert und kapitalisiertem Goodwillerfolg.

Der Goodwillerfolg wird mit einem höheren Zins kapitalisiert als der substanzabhängige Erfolg. Manche Autoren bezeichnen darum das Verfahren als Bewertung mit doppeltem Zinsfuß ²⁾. Die getrennte Rechnung soll berücksichtigen, daß der Goodwill allgemein für besonders gefährdet gehalten wird ³⁾. "Erlöse, die eine angemessene Durchschnittsverzinsung des produktiven Sachvermögens bedeuten, sind vermutlich eine bessere Investitionssicherheit als Erlöse, die nicht auf einer gleichwertigen Realgrundlage beruhen. Bei dieser Betrachtung erhält das materielle Anlagevermögen einer Unternehmung für den Investor höchste Bedeutung" ⁴⁾. Je höher der Erfolg eine "normale" Verzinsung des Substanzwertes überschreitet, um so größer nimmt man das Konkurrenzrisiko an. Nach dieser These läßt sich die Konkurrenzgefahr aus dem Unterschied von Substanzwert und Ertragswert bestimmen ⁵⁾. Für diese Behauptung liefert die Praxis jedoch keine Stütze. Statisti-

-
- 1) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 869.
 - 2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 242.
 - 3) Vgl. Lyon, Hastings: Investment, Cambridge, Mass., 1926, S. 435.
 - 4) Lyon, Hastings: a.a.O., S. 435: "Earnings which represent a fair average on assets used in the business are likely to be a sounder basis of investment security than earnings not found on equivalent assets. From this point of view, the fixed assets of an enterprise have a most important significance to the investor."
 - 5) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 60 ff.

sche Untersuchungen haben nicht nachweisen können, daß etwa die Börse Betriebe mit besonders hohem Anlagevermögen als sehr sicher einschätzt ¹⁾. Wenn die Goodwillerfolge nach dem Verkauf der Unternehmung so rasch nachließen, wie Leake ²⁾, Cutforth ³⁾ und Paton ⁴⁾ es vermuten, so dürfte ein großer Teil anglo-amerikanischer Unternehmen nur mehr eine angemessene Verzinsung des Teil-Rekonstruktionswertes erzielen.

Im allgemeinen hindert uns nichts - wie auch Edey ⁵⁾ glaubt - den Vorteilen des Goodwills die gleiche Lebensdauer zuzurechnen, wie der Unternehmung selbst. So wie das materielle Vermögen aus den Erlösen ständig erneuert wird, werden Aufwendungen gemacht, die auch den Goodwill in seiner Wirkung erhalten, etwa laufende Reklamekosten, Repräsentationsausgaben, Personalausgaben und Kundenkredite. Somit können, wie auch Münstermann ⁶⁾ ausführt, Risiken ganz im Erfolg und im Zinsfuß berücksichtigt werden.

Nur in wenigen Fällen kann bei einer sonst unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmung mit zeitlich fest bestimmten Erfolgsteilen gerechnet werden, etwa bei Einnahmen aus der Übertragung von Patenten oder Lizenzen. Diese Erfolgsteile müssen dann wie eine befristete Rente behandelt werden ⁷⁾.

Möglicherweise geht die Trennung von Sachvermögen und Goodwill bei der Unternehmungsbewertung in den anglo-amerikanischen Ländern auch

1) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 10 ff.; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 243 f.; Goode, Richard: a.a.O., S. 17.

2) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 26.

3) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 152 f.

4) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 875.

5) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 52; ähnlich: Koch, Friedrich Karl: Die Bewertung des Betriebes als Ganzes, Diss., Berlin 1950, S. 40 ff.

6) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 85.

7) Vgl. dazu den Abschnitt D_{2d}, "Dauer der Zukunftserfolge", S. 86 ff.

auf eine falsche Interpretation von Gesetzestexten zurück ¹⁾. Beispielsweise wird in den Vereinigten Staaten Nordamerikas im Finance Act 1940, Section 59, der Goodwill eigens als Teil des Unternehmens genannt. Wenn aber der Goodwill besonders erwähnt wird, soll die Aufmerksamkeit darauf gelenkt werden, daß das Betriebsganze mehr wert sein kann, als das, was man gewöhnlich den Sachwert nennt.

Für die Bewertungspraxis bringt die Rechnung mit Differenzerträgen besondere Schwierigkeiten und Fehlerquellen. Alles hängt von der Wahl der beiden Kapitalisierungszinsfüße ab, und der Bewertende weiß über die getrennte Kapitalisierung genauso wenig wie über einen einheitlichen Kapitalisierungsfaktor für den Gesamterfolg ²⁾. Die Goodwillbewertung nach Übererfolgen ist zudem irreführend; sie lenkt die Aufmerksamkeit auf Nebendinge: Substanzwert und Goodwill. Hauptsache aber ist der Zukunftserfolg der Unternehmenseinheit. "Wer den Goodwill einer Unternehmung kauft, muß, ex hypothesis, Käufer der Gesamtunternehmung sein; deshalb ist es für ihn ganz nutzlos, den Wert des Goodwills isoliert vom Gesamtwert zu untersuchen" ³⁾. Die vielen Faktoren und Rechnungen zur Bestimmung des Differenzerfolges mindern die praktische Bedeutung dieser Bewertungsmethode ⁴⁾. Es ist aber widerspruchsvoll, komplizierte mathematische Berechnungen auf solche Prämissen anzuwenden, die kein Käufer oder Verkäufer bei seinen Entscheidungen berücksichtigt ⁵⁾. Daher verurteilen manche anglo-amerikanische Autoren auch aus praktischen Gründen diese Bewertungsmethode ⁶⁾.

1) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 54.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 243; Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 68.

3) Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 39: "The purchaser of the Goodwill of a business must, ex hypothesis, be a purchaser of the business as a whole, and it is, therefore, quite useless for him to consider the value of the Goodwill separately from the value of the business as a whole".

4) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 44; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 46.

5) Vgl. May, George O.: Financial Accounting, a.a.O., S. 105.

6) Vgl. z.B. Seed, H.E.: a.a.O., S. 99; Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 39 ff.; Taylor, A.H. und Shearing, H.: Financial and Cost Accounting for Management, London 1956, S. 104; Read, M.R.: Valuing a Business, in: "Accountancy", Vol. 19, Neue Folge, London 1957, S. 382.

Deutscherseits wurde die Kapitalisierung mit getrennten Zinssätzen zuerst von Fritz ¹⁾ vorgeschlagen. Schmalenbach ²⁾ hat sie später mit einem Beispiel in seine Darstellung der Bewertung von Unternehmungen eingefügt.

Ähnlich den anglo-amerikanischen Autoren scheint auch Fritz ³⁾ durch diese Rechenmethode die Flüchtigkeit des Goodwills berücksichtigen zu wollen.

Neuerdings stellt Gudehus ⁴⁾ dies Verfahren besonders heraus. Jedoch weicht seine Begründung von der Auffassung anglo-amerikanischer Autoren ab:

"Eine Bewertung von Unternehmungen durch Kapitalisierung des Gesamtertrages ist ... nicht möglich, weil die voraussichtliche Ertragsentwicklung wegen der sehr unterschiedlichen Restnutzungsdauer der Vermögensteile nicht auf eine einfache, gemeinsame Formel gebracht werden kann" ⁵⁾. Besondere Schwierigkeiten sollen darin liegen, daß es für Unternehmungen "überhaupt keine natürliche wirtschaftliche Nutzungsdauer gibt, sondern im Laufe der Zeiten bald dieses, bald jenes Anlagegut erneuert wird und auch der Geschäftswert nicht identisch bleibt" ⁶⁾.

Danach ist für Gudehus ⁷⁾ eine einheitliche Unternehmensbewertung nicht möglich, ausgenommen Fälle, in denen sich Marktpreise für kleine Betriebe feststellen lassen ⁸⁾. "Es bleibt daher meistens nichts übrig, als die Teile des Unternehmens einzeln zu bewerten und die

1) Vgl. Kapitalisierung des Geschäftsertrages, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 7. Jg., Leipzig 1912/1913, S. 39 ff. und S. 132 ff.; dazu Leserzuschrift, ebenda, S. 369 ff.

2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 68.

3) Vgl. Kapitalisierung des Geschäftsertrages, a.a.O., S. 137; Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 68.

4) Vgl. Gudehus, Herbert: a.a.O., S. 251 ff.

5) Ebenda, S. 251.

6) Ebenda.

7) Vgl. ebenda.

8) Vgl. Schulte, Heinz: a.a.O., S. 49 ff.

Einzelwerte zu addieren" ¹⁾. Zwar liest man wenig früher, Unternehmen seien auch als Ganzes Ertragsquellen ²⁾. Trotzdem fordert Gudehus ohne nähere Begründung, "Rohstoffe zu Tagespreisen, Halb- und Fertigwaren nach Kosten, neuere und unlängst gekaufte ältere Anlagen mit dem abgeschriebenem Kostenwert, Fahrzeuge zu Marktwerten, ältere Maschinen mit dem Marktwert zuzüglich der Investitions-Nebenkosten" anzusetzen ³⁾.

Der Goodwill gehört auch zum Ganzen, jedoch scheiden hier alle Bewertungsgrundlagen, die für einzelne materielle Vermögensteile in Frage kommen, einschließlich der Ertragsermittlung und Bewertung durch Wirtschaftlichkeitsvergleich aus ⁴⁾.

Obwohl nach Gudehus die Ertragsentwicklung einer Unternehmung nicht hinreichend genau bestimmbar ist, bleibt für die Goodwillbewertung indessen "als einzige Möglichkeit, daß man die Erträge des übrigen Vermögens ermittelt und vom Gesamtertrag des Unternehmens abzieht. Der Rest ist dann der Ertrag des Geschäftswertes. Durch seine Kapitalisierung erhält man den Geschäftswert selbst" ⁵⁾. Gudehus ⁶⁾ überspringt alle inneren Widersprüche seiner Ableitungen und kommt zu Bewertungsformeln für den Gesamtwert, die der Fritzschen Darstellung und unserer schon erwähnten Formel ⁷⁾ entsprechen.

Die anschließende Darstellung der Bewertung mit getrennten Kapitalisierungszinssätzen beschränkt sich darauf, dies in anglo-amerikanischen Ländern häufig angewandte Verfahren zu erläutern und zu prüfen. Einzelheiten über die Ableitung des Kapitalisierungsfaktors und den Ansatz der Risiken dagegen sowie vor allem die Ermittlung des Zukunftserfolges bleiben allein dem Abschnitt "Der Zukunftserfolg als alleinige Grundlage des Gesamtwertes" vorbehalten, damit diese Probleme nicht doppelt behandelt werden müssen.

1) Gudehus, Herbert, a.a.O., S. 251.

2) Vgl. ebenda, S. 250.

3) Gudehus, Herbert: a.a.O., S. 252.

4) Vgl. ebenda.

5) Ebenda, S. 252.

6) Vgl. ebenda, S. 253.

7) Vgl. S. 33.

2. Der Substanzwert

Die anglo-amerikanische Literatur zur Kapitalisierung mit doppeltem Zinsfuß leidet an zwei Mängeln: sie zieht keine scharfe Grenze zwischen materiellem und immateriellem Vermögen und bietet keine einheitliche Auffassung, wie die Teile des Sachvermögens im einzelnen zu bewerten sind ¹⁾. Leake ²⁾ vertritt für die Anlagen die Bewertung zu historischen Anschaffungs- oder Herstellkosten, vermindert um verbrauchsbedingte Abschreibungen. Falls sich seit der Beschaffung Geldwert oder Marktpreise beachtlich geändert haben, möchte er diesen Schwankungen mit einem Indexfaktor folgen. Das Umlaufvermögen erwähnt Leake nicht. Vielleicht übernimmt er es zu Buchpreise in den Gesamtwert. Sein Substanzwert entsteht damit im wesentlichen als der Rekonstruktionsaltwert des bestehenden Betriebes, den er als den wahren Wert der Anlage beim Verkauf der Unternehmung angibt ³⁾.

Auch Paton ⁴⁾ sucht den Rekonstruktionsaltwert des vorhandenen Unternehmens; er bestimmt ihn kasuistisch. Bargeld, Forderungen und sonstiges Umlaufvermögen übernimmt er mit den Buchwerten.

Anlagen in Standardausführungen setzt er im Gegensatz zu Leake mit ihren Wiederbeschaffungspreisen ein, für veraltete, in ihrer Art nicht mehr hergestellte Aggregate bleibt er beim abgeschriebenen Anschaffungswert. Überwiegend also entlehnt Paton den Substanzwert dem Tagesbeschaffungsmarkt.

Für Cutforth steht fest: "Das Sachvermögen muß natürlich auf der Grundlage bewertet werden, daß es Teil eines lebenden Unternehmens ist, und nicht zu dem Realisationsbetrag bei einer Einzelveräußerung" ⁵⁾.

1) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 15.

2) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 107 f.

3) Vgl. Leake, Percy D.: Ebenda, S. 107, und Balance Sheet Values, a.a.O., S. 11.

4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422 f.

5) Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 33: "The assets will of course, require to be valued on the footing, that they form part of a going concern, and not at the amounts which they would be expected to realize on being sold piecemeal".

Er wählt aber für seinen Substanzwert recht unbestimmte Ausdrücke: Anlagen sind mit "echten" Werten, nicht mit Buchwerten anzusetzen ¹⁾, werterhöhende Änderungen an den Maschinen sollen zugesetzt werden, während der Verschleiß mit den Abschreibungen zu berücksichtigen ist. Die Vorräte bewertet Cutforth ²⁾ mit dem Tagespreis am Stichtag, den er für beschädigte, veraltete oder sonst schwer verkäufliche Gegenstände herabsetzt. Halbfabrikate dürfen mit ihren Kosten in den Substanzwert eingehen. Haben sich aber die Rohmaterialpreise geändert, so müssen die Herstellungskosten am Bewertungsstichtag neu errechnet werden ³⁾.

In den Sachwert dürfen nur Aktiva aufgenommen werden, die am Betriebserfolg beteiligt sind. Überbestände an Vorräten und Zahlungsmitteln werden nach Paton ⁴⁾ später dem Gesamtwert mit ihren Liquidationserlösen zugerechnet. Paton hätte noch erwähnen müssen, daß ein außergewöhnlich niedriger Bestand an Vorräten oder sehr hohe Verbindlichkeiten den Gesamtwert entsprechend mindern ⁵⁾. Cutforth ⁶⁾ wünscht darum, das Umlaufvermögen jedes Jahr in gleicher Weise zu bewerten; Verfahrensänderungen sollen nicht einen schwankenden Substanzwert verursachen, wenn der Normalbestand errechnet wird. All diese Hinweise faßt Sidney ⁷⁾ in seinem Vorschlag zusammen: die durchschnittliche Eigenkapitalhöhe in den letzten Jahren vor der Bewertung soll Maßstab des Substanzwertes sein. Weil aber das Eigenkapital von Tag zu Tag wechselt, lehnt Cutforth ⁸⁾ diese Rechnung ab. Jedoch soll nach Paton ⁹⁾ eine Kapitalerhöhung, die zu einem größeren Sachvermögen

1) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 187 f.

2) Vgl. ebenda, S. 129.

3) Vgl. ebenda, S. 133.

4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 423.

5) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 78; Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 81.

6) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 129.

7) Vgl. Sidney, W.: Share Valuations, in: "The Accountant", Vol. 114, London 1946, S. 281.

8) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 186.

9) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 871.

führen wird, bei der Gewinnaufspaltung berücksichtigt werden. Vom Brutto-Substanzwert sind die Passiva, ausgenommen das Eigenkapital, abzuziehen.

Edey faßt die in Einzelheiten stark voneinander abweichenden Vorstellungen vom Wert und Umfang der Substanz zusammen: "Das materielle Vermögen einer Unternehmung wird gewöhnlich als die Summe aller einzeln veräußerlicher Aktiva definiert; ausgenommen sind Goodwill, Patente, Warenzeichen und, vermutlich, obwohl selten erwähnt, der Wert nicht patentierter, aber verkäuflicher Geheimrezepte. Vom Werte des materiellen Unternehmensvermögens werden die Verbindlichkeiten abgezogen; so erhält man den Netto-Substanzwert" ¹⁾. Allein Paton ²⁾ geht über die Grenzen dieser Umschreibung hinaus; er subtrahiert keine Verbindlichkeiten, sondern rechnet mit der Brutto-Substanz, weil er den Wert des Gesamtkapitals ermitteln will.

Vom gleichen Standpunkt begründen auch Mellerowicz ³⁾ und Hagest ⁴⁾ den Substanzwert, während die Mehrzahl der deutschen Autoren mit Netto-Größen arbeitet und so dem Käufer eines Unternehmens die Investitionsentscheidung erleichtert ⁵⁾.

Mit dem von den anglo-amerikanischen Autoren vorwiegend errechneten Teilrekonstruktionswert des Bewertungsobjektes läßt sich das Konkurrenzrisiko kaum abschätzen.

-
- 1) Edey, H.C.: a.a.O., S. 15: "The tangible assets are usually defined as all the saleable assets of the business other than goodwill, patents, trademarks, and, presumably, though this is seldom mentioned, the value of unpatented but saleable knowledge. From the value of the tangible assets the business liabilities are deducted, to give the net tangible assets".
 - 2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 874.
 - 3) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 30.
 - 4) Vgl. Hagest, Karl: Die Ermittlung des Wertes von Unternehmungen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 3. Jg., Stuttgart 1950, S. 196.
 - 5) Vgl. z.B. Gutenberg, Erich: a.a.O., S. 2040; Auler, Wilhelm: Geschäftswert, a.a.O., S. 1233 u. S. 1235; Schwantag, Karl: Kosten der Betriebseinrichtung im Jahresabschluß und in der Überschuldungsbilanz von Kapitalgesellschaften, a.a.O., S. 221.

Ein Investor würde, wenn er zum Vergleich die Kosten einer neuen Unternehmung veranschlagt, nicht den bestehenden Betrieb mit seinen mutmaßlichen Fehlern kopieren, sondern das günstigste Ersatzmodell wählen. Seine Einrichtungskosten können unter dem Teilrekonstruktionswert des Kaufobjektes liegen ¹⁾. Darum müßte bei ihnen schon die Zone der Konkurrenzgefahr beginnen. Der Rekonstruktionswert des bestehenden Betriebes erlangt hier keine Bedeutung. Auch Mellerowicz läßt sich täuschen, wenn ihm der Reproduktionswert sagt, "wie hoch die Kapitalbindung im Betrieb ist", und zugleich die "Seltenheitsschwelle" darstellt, "die der Konkurrent erst überwinden muß, um auf dem Markt als Anbieter auftreten zu können" ²⁾.

Aber auch der Rekonstruktionswert der besten Ersatzanlage sagt nicht zuverlässig, wie stark die Erfolge des Bewertungsobjektes gefährdet sind. Schon Marshall wußte: "Reproduktionskosten üben geringen direkten Einfluß auf den Wert aus, es sei denn, der Käufer kann bequem auf das neue Angebot warten" ³⁾. Ganze Unternehmen aber sind weder schnell, noch leicht, ja vielleicht gar nicht ganz ersetzbar. "Die erfolgreich begründete Unternehmung besitzt sonstige Vorteile, die der Neuling nur mit Schwierigkeiten, Kosten und Verzögerung erwerben kann, falls er sie überhaupt bekommt" ⁴⁾.

Der Rekonstruktionswert ist somit in jedem Falle ein recht problematischer Maßstab für die Konkurrenzgefahr, mit der ein Unternehmen in Zukunft rechnen muß. Die Grundannahme, Übererfolge seien flüchtiger

-
- 1) Vgl. Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 39; Schnellloh, Heinz: Beurteilung der in der Praxis (in der Gegenwart) angewandten Methoden zur Unternehmensbewertung, Diss., Bonn 1954, S. 84.
 - 2) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 37 und S. 38.
 - 3) Marshall, Alfred: a.a.O., S. 401: "Cost of reproduction exerts little direct influence on value, save when purchasers can conveniently wait for new supplies".
 - 4) Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 59: "The successful established enterprise commonly embodies other advantages the newcomer can acquire only with difficulty, cost, and delay, if at all".

als die normale Kapitalverzinsung, ist noch nie eindeutig bewiesen worden ¹⁾. Vielleicht ist es im kapitalreichen Amerika leichter, die Mittel für eine Investition zu finden, als jene persönliche Fähigkeit - von Gutenberg ²⁾ als irrationales Element bezeichnet - ohne die ein Erfolg und damit ein Goodwill nicht zu erhoffen sind. Die Vermutung, "dort wo für Neugründungen große Sachwerte benötigt werden, sind Neugründungen schwierig und selten" ³⁾, gilt nicht allgemein, sondern vor allem in kapitalarmen Ländern.

So erkennen Commons ⁴⁾, Gilman ⁵⁾, Walker ⁶⁾, Bloomberg ⁷⁾ und Smith ⁸⁾ im Goodwill den Hauptwert der Unternehmung. Auch die Nachkriegsentwicklung in Deutschland hat gezeigt, daß Betriebe mit einem beachtlichen Goodwill selbst dann erfolgreich waren, wenn sie ihr ganzes Sachvermögen in den ostdeutschen Gebieten zurücklassen mußten. Das Sachvermögen aber, vom Goodwill getrennt, erbringt oft nur den Schrottwert.

Der Käufer bewertet eine Unternehmung nach dem Nutzen, den sie für die Zukunft verspricht. Mittelbar ist daran der Substanzwert beteiligt, weil er den Abschreibungsaufwand bestimmt; isoliert aber hat er keinen Platz im Verkaufspreis der Unternehmung ⁹⁾. Cutforth ¹⁰⁾ möchte zwar den Ertragswert für das Sachvermögen zugrunde legen. Er übersieht dabei aber, daß nicht nur dieser Sachwert den Erfolg bestimmt, sondern vor allem auch der Erfolg erst den Realien Wert verleiht.

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 243.

2) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Die Produktion, 4. Auflage, Berlin, Göttingen, Heidelberg 1958, S. 6 f.

3) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 21.

4) Vgl. Commons, John R.: Legal Foundations of Capitalism, a.a.O., S. 24 f.

5) Vgl. Gilman, Stephen: Analysing financial Statements, New York 1925, S. 22.

6) Vgl. Walker, Q. Forrest: a.a.O., S. 100.

7) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 59 ff.

8) Vgl. Smith, Stanley G.: a.a.O., S. 186.

9) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 109; Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 44 f.; Edey, H.C.: a.a.O., S. 15 f.

10) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 33.

Wer den Sachwert aus dem Verband der lebenden Unternehmung herauslösen will, bemüht sich um die im deutschen Steuerrecht bekannte Konstruktion eines Teilwertes. Kosiol ¹⁾ hat überzeugend dargestellt, daß dieser Begriff wirtschaftlich nicht haltbar ist. Dennoch - so behauptet Campbell ²⁾ - berücksichtigt die Bewertung mit doppeltem Zinsfuß die im Vergleich zum Goodwill größere Wertstabilität der Substanz. Auch für Mellerowicz ist mit dem "Substanzwert" eine "Wertuntergrenze gegeben", "obwohl in manchen Fällen erst der Liquidationswert die Untergrenze bildet" ³⁾. Campbell und Mellerowicz unterscheiden hier nicht deutlich zwischen anteiligem Ertragswert und Liquidationswert des Sachvermögens einer Unternehmung. Die Substanz leitet im Verband des Betriebsganzen ihren Wert aus den Erfolgen der Bewertungseinheit ab. Sinken die Erfolge, so mindert sich der Wert der Unternehmung und damit auch der anteilige Ertragswert der Substanz. Das Sachvermögen kann den Wertverfall nicht aufhalten oder verzögern, wenn die Gewinne schwinden. Erst die Liquidationserlöse bilden die Wertuntergrenze. Die bei Kapitalisierung mit getrennten Zinsfüßen stillschweigend angenommene Voraussetzung, der Sachwert werde sich im Gegensatz zum Goodwill in Zukunft angemessen verzinsen ⁴⁾, ist unberechtigt, da weder das Sachvermögen noch der Goodwill isoliert den Unternehmenserfolg erbringen kann. Erfolgsquelle ist die Unternehmenseinheit.

Da die Erlöse bei Zerschlagung des Betriebes die theoretisch bestimmte Wertuntergrenze bilden, fordert Baxter ⁵⁾ konsequent, nur die Ver-

1) Vgl. Kosiol, Erich: Bilanzreform und Einheitsbilanz, 2. Auflage, Berlin und Stuttgart 1949, S. 142 ff.

2) Vgl. Campbell, W.G.: The Valuation of Holdings in Private Limited Companies for Purposes other than Probate, in: "The Accountant", Vol. 125, London 1951, S. 359.

3) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 21; vgl. dazu auch Diez, Werner: Grundsätze der Gesamtbewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen in Betriebswirtschaft und Steuerrecht, Diss. Tübingen 1953, S. 94; Frank, Gundolf: a.a.O., S. 81 f.; Bankmann, Jörg: Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung, in "Der Betrieb", 10. Jg., Nr. 18, Düsseldorf 1957, S. 409.

4) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Objektive oder subjektive Unternehmensbewertung?, a.a.O., S. 120.

5) Vgl. Baxter, W.T.: Partnership Rights- The Valuation Problem, in: "Accounting Research", Vol. 9, London 1958, S. 17.

zinsung des Liquidationswertes zum "Normalerfolg" zu erklären. Die Formel für den Gesamtwert lautet dann:

$$W_u = L_w + \frac{E - r \cdot L_w}{i}$$

L_w = Liquidationswert;

W_u = Gesamtwert der Unternehmung;

E = durchschnittlicher zukünftiger Jahreserfolg;

r = durchschnittlicher landesüblicher Zinsfuß;

i = Kapitalisierungszinsfuß des Goodwillerfolges.

Graham-Dixon ¹⁾ lehnt jedoch auch den Liquidationswert ab, weil gar nicht die Absicht bestehe, den Betrieb aufzulösen. Für die lebende Unternehmung zähle nur der Ertrag ²⁾. So weist auch Münstermann ³⁾ darauf hin, daß der Liquidationswert für den fortbestehenden Betrieb meist belanglos sei.

Für Edey ⁴⁾ ist der Liquidationswert eine viel zu vage Größe, als daß er ihn in eine Bewertung der lebenden Unternehmung einbeziehen könnte. (Heimfallunternehmen und Substanzabbaubetriebe werden von anglo-amerikanischen Autoren in diesem Zusammenhang nicht erwähnt).

"Wir haben gute Gründe" - sagt Astbury - "in Zukunft dem Sachwert einer Unternehmung nicht allzuviel Bedeutung beizulegen" ⁵⁾. Denn welchen Sinn kann eine Bewertung haben, die nicht der vollen Logik des Zukunftserfolgswertes folgt, sondern Substanzwerte berücksichtigt, die viel höher oder niedriger liegen, als es die Ertragsaussichten begründen ⁶⁾.

1) Vgl. Graham-Dixon, L.C.: The Valuation of Minority Holdings in Private Companies for Estate Duty Purposes, in: "The Accountant", Vol. 130, London 1954, S. 64.

2) Vgl. Whitton, James: a.a.O., S. 117.

3) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 210.

4) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 53.

5) Astbury, H. Allan: Valuation of Shares, in: "The Accountant", Vol. 130, London 1954, S. 477: "... we have good authority for not paying too much importance to a company's asset values in future valuations".

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 234.

3. Die Erfolgsspaltung

Ausnahmslos bestimmen die mit Differenzerfolgen arbeitenden anglo-amerikanischen Autoren zunächst einen Substanzwert und rechnen seine "angemessene" Verzinsung aus. Um diesen Betrag mindern sie den Gesamtgewinn; was übrig bleibt, wird als die Leistung des Goodwills angesehen und als Differenz- oder Übererfolg zum Barwert des Goodwills kapitalisiert ¹⁾. In eine Formel gebracht:

$$\text{Differenzerfolg} = E - r \cdot S_w.$$

Zur Verzinsung des Sachwertes erklären Leake ²⁾ und Cutforth ³⁾ nur allgemein, sie habe dem Risiko des Unternehmens zu entsprechen.

Patons ⁴⁾ theoretische Forderung lautet: den Substanzwert so hoch zu verzinsen, daß vorhandenes Kapital nicht abwandert und wirtschaftlich begründete Betriebserweiterungen durch zuströmendes Neukapital ohne besondere Schwierigkeiten gedeckt werden können.

Da aber die Unternehmung den Erfolg als Einheit abwirft, läßt sich das Unternehmungsrisiko gewöhnlich nicht bestimmten Erfolgsteilen unterschiedlich zurechnen. Die Praxis kann nicht zwischen einem goodwill-bedingten und einem substanz-bedingten Risiko der gleichen Unternehmung unterscheiden ⁵⁾. Deshalb kann die "Normalverzinsung" der Substanzen nicht etwa aus der Aktienrendite branchengleicher Unternehmen

1) Vgl. z.B. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, London 1921, S. 19; Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, a.a.O., Bd. 2, S. 418; MacFarland, George A. und Ayars, Robert D.: Accounting Fundamentals, 17. Neudruck der 1. Auflage, New York 1936, S. 317; Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 35; Kohler, Eric L.: A Dictionary for Accountants, 5. Auflage, New York 1954, S. 205; Lenhart, Norman J., Jennings, Alvin R.: Montgomery's Auditing, 8. Auflage, New York 1957, S. 295.

2) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 26.

3) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 149.

4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 425.

5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 243 f.; Whitton, James: a.a.O., S. 115 f.

bestimmt werden. Paton ¹⁾ nimmt darum die Publikationen von amtlichen Institutionen, Gewerkschaften und privaten Betrieben zu Hilfe. Die normale Rendite für sein Bewertungsobjekt bestimmt er aus dem Verhältnis von Erfolg zu Substanzwert in der betreffenden Branche. Trotz der großzügigen Publikationen amerikanischer Unternehmen liefert dies Verfahren keine richtigen Kapitalisierungssätze. Bilanzen enthalten auch in anglo-amerikanischen Ländern stille Reserven ²⁾. Auch räumt Paton ³⁾ ein, daß dort, wo immaterielle Werte im Vermögensausweis enthalten sind, der Erfolg keine Normalverzinsung der Realien bedeutet. Nun ist es aber eine oft geübte und sogar offen empfohlene Praxis, den derivativen Goodwill auf die Gegenstände des materiellen Vermögens zu verteilen. Dadurch kann man das steuerliche Abschreibungsverbot für ihn umgehen und wenigstens einen Teil des immateriellen Vermögens als Aufwand verrechnen ⁴⁾.

So kann der wirtschaftlich gerechtfertigte Zins nicht gefunden werden. Da aber die Vertreter der getrennten Kapitalisierung dem Substanzwert großes Vertrauen entgegenbringen, wäre es konsequent, ihn mit dem Ertrag risikoarmer Anlagen, etwa erstklassiger Hypotheken, Staatspapiere, zu verzinsen. Das erscheint wiederum Paton ⁵⁾ und Jones ⁶⁾ zu gering; sie sehen nur solche Teile des Erfolges als goodwillbedingt an, die über der normalen Branchenrendite liegen. Diese anglo-amerikanischen Auffassungen von der Erfolgsspaltung sind widerspruchsvoll und inkonsequent.

Edey ⁷⁾ ist überzeugt, daß man einen wissenschaftlich unanfechtbaren Erfolg des betrieblichen Realvermögens nicht bestimmen kann, trotz der Tatsache, daß Makler und Gutachter täglich mit solchen Größen

1) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 425 f.

2) Vgl. Abschnitt Bilanzwerte, S. 5.

3) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 425.

4) Vgl. Lasser, J.K.: How to run a Small Business, New York 1950, S. 140.

5) Vgl. Paton, William Andrew: Ebenda, S. 426.

6) Vgl. Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 108.

7) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 16.

rechnen. "Die Erlöse einer Unternehmung sind das gemeinsame Produkt aller mitwirkenden Faktoren - günstige Gelegenheiten, Umlaufvermögen, Standort, Leitung, Belegschaft, Forschung, Produktgestaltung, Geschicklichkeit, Ansehen, Verkaufsorganisation, Handelsbeziehungen, zuverlässige Kundschaft und viele andere. Sie können einheitlich dem ganzen Komplex mitwirkender Faktoren zugerechnet werden, nicht aber als Ausschnitte den Teilen dieser Gesamtheit" ¹⁾. Materielles und immaterielles Vermögen in einer lebenden Unternehmung bilden eine unlösliche Einheit, darum hat Grenzproduktivität hier keinen bestimmten Inhalt ²⁾.

Soll der Wert des Realvermögens aus seinem Beitrag zum Gesamterfolg bestimmt werden, so muß man erst den Erfolgsanteil des immateriellen Vermögens bestimmen. Dieser wiederum ist abhängig vom Anteil des Realvermögens am Gesamterfolg. Man bewegt sich also im Kreise ³⁾.

4. Die Kapitalisierung

Wer von den anglo-amerikanischen Autoren die Kapitalisierung mit doppeltem Zinsfuß befürwortet, erwartet vom Goodwill der Unternehmung nur eine eng begrenzte Lebensdauer. Nach Paton "... ist es unsicher, Übergewinne für irgendeine längere Periode zu erwarten. Konkurrenz-faktoren oder öffentliche Kontrolle haben die Tendenz, innerhalb eini-

- 1) Terborgh, George: Business Investment Policy, Washington D.C., 1958, S. 76: "The earnings of a business are a joint product of all factors contributing thereto - facilities, working capital, location, management, personnel, research, product design, know-how, reputation, sales-organization, trade connections, customer goodwill, and many others. They are assignable in total to the entire complex of contribution factors, but not in part to the segments of that complex".
- 2) Vgl. z.B. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 226; Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 12; Powelson, John P.: Economic Accounting, New York 1955, S. 90; Whitton, James: a.a.O., S. 115 f.; Edey, H.C.: a.a.O., S. 16; Spicer and Pegler: Practical Auditing, 12. Auflage, herausgegeben von Bigg, Walter W., London 1958, S. 466. In der deutschen Literatur vgl.: Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 13; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 211 sowie Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 3, Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 18.
- 3) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 16.

ger Jahre ungewöhnliche Erträge auszuschalten oder zu mindern" ¹⁾. Die Autoren schätzen jedoch im einzelnen die Wirksamkeit des Goodwills höchst unterschiedlich. Während Dicksee ²⁾ selbst einem Monopolunternehmen nur zehn Jahre lang die Übererträge zubilligt, spricht Leake ³⁾ von einer Wirkmöglichkeit bis zu zwanzig Jahren. Nach Mustoe, Eve und Anstey ⁴⁾ dagegen rechnet die Praxis in seltenen Fällen mit mehr als drei Jahren.

a) Einfache Summierung der Zukunftserfolge

Manche Autoren schlagen vom Überertrag zum Gesamtwert des Goodwills eine Brücke, indem sie die erwarteten Goodwillerfolge addieren ⁵⁾. Die Rechnung ist zwar einfach, aber unbefriedigend. Da sie in der Literatur immer wieder erwähnt wird ⁶⁾, kann man annehmen, daß zumindest unbedeutende Objekte, etwa Handwerksbetriebe oder kleine Gewerbeunternehmen, in dieser Weise bewertet werden. Selbst die Steuerbehörden verachten die Additionsmethode nicht. Für die bundesstaatliche Erbschaftsteuer in New York bestimmt sich der Goodwill nach dem ein- bis fünffachen durchschnittlichen Überertrag der letzten Jahre vor dem Todesfall ⁷⁾. Das Additionsverfahren nahm von England seinen Ausgang ⁸⁾. Der Käufer eines Unternehmens erwirbt jene jährlichen

-
- 1) Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 875: "... it is unsafe to assume that such excess earnings can be realized for any very long period. Competitive or regulatory forces tend to operate to eliminate or reduce unusual earning power over a period of years."
Vgl. auch Leake, Percy D.: Balance Sheet Values, a.a.O., S. 26.
 - 2) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 85.
 - 3) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 77.
 - 4) Vgl. Mustoe, N.E., Eve, H.Brian and Anstey, Bryan: a.a.O., S. 165.
 - 5) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 36.
 - 6) Vgl. z.B. Carter, Roger N. und Carter W. Roger: a.a.O., S. 384; Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 106 f.; Lenhart, Norman J.: a.a.O., S. 103; Smith, Stanley G.: a.a.O., S. 186.
 - 7) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 731.
 - 8) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 194.

Übelerfolge, die den Wert des Goodwills ausmachen ¹⁾. Fisher ²⁾ und May ³⁾ behaupten, weil Englands Wirtschaftsstruktur sich von der Bodenbearbeitung zur Industrieproduktion verlagert habe, seien die Unternehmer mit dem Gedanken eines jährlich fließenden Einkommens schon vertraut gewesen. Sie hätten den Begriff der landwirtschaftlichen Grundrente auf den industriellen Erfolg übertragen. Aus dieser Vorstellung sei die einfache Erfolgssummierung als Kapitalisierungsverfahren hervorgegangen. Das Inselreich war aber lange Jahrzehnte die führende Handels- und Finanzmacht der Welt. Die beiden Amerikaner vereinfachen zu stark, wenn sie den britischen Kaufmann für dies primitiv erscheinende Bewertungsverfahren verantwortlich machen.

Wird der Goodwill als zeitlich unbegrenzt angenommen, bestimmt sich sein Gesamtwert nach der Kapitalisierungsformel für eine ewige Rente:

$$w = \frac{100 \cdot e}{p}$$

nach der Additionsmethode aber ist:

$$w = e \cdot n$$

setzen wir die Formeln gleich, so folgt

$$e \cdot n = \frac{100 \cdot e}{p}$$

$$n = \frac{100}{p}$$

sowie

$$p = \frac{100}{n}$$

Bedeutung der Symbole: w = Wert des Goodwills;
e = der für den Goodwill erwartete jährliche
Übelerfolg;
p = Kapitalisierungszinsfuß des Goodwill-
erfolges;
n = erwartete Dauer des Goodwillerfolges
in Jahren.

1) "purchase of a number of years' super profits".

2) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 194.

3) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 319.

Zukunftserfolge als ewige Rente zu kapitalisieren oder als Summe einer begrenzten Zahl von Einzelerfolgen darzustellen, führt zum gleichen Gesamtwert, vorausgesetzt, die Anzahl der zu addierenden Einzelerfolge entspricht dem Kehrwert des Kapitalisierungszinses. So besitzen 100 GE zu 5 Prozent als ewige Rente kapitalisiert einen Wert von 2 000 GE. Ebenso führt eine Addition von 20 einzelnen Jahreserfolgen (100 : 5) zum Gesamtwert 2 000 GE. Baxter ¹⁾ bezweifelt mit Recht, daß der Bewertende gerade diese Beziehung auch nur annähernd treffen wird. Besitzt im Einzelfall der Goodwill eine kurze Lebensdauer, so kann sie nur durch Zufall gefunden werden ²⁾. Zudem dürfen die Einzelerfolge dann nicht einfach summiert werden, sondern sind mit ihrem diskontierten Barwert anzusetzen, weil der Gegenwartswert einer zukünftigen Zahlung unter ihrem Nominalwert liegt.

b) Aufspaltung der Zukunftserfolge und Summierung der Erfolgsteile nach der erwarteten Dauer ihres Anfalls

Betriebe leiden - auf die Dauer und im allgemeinen - um so stärker unter der Konkurrenzgefahr, je höher sie ihre Gewinne über eine normale Kapitalverzinsung hinaustreiben. Diese Gefahr kann nicht in einer Kapitalisierung gleichbleibender Goodwillerfolge genügend berücksichtigt werden. Cutforth ³⁾ will ihr folgendermaßen begegnen; er teilt die Übererfolge des Bewertungsobjektes in mehrere Gruppen ein und belastet jede folgende Gruppe mit einem größeren Risiko als die vorhergehende, mindert also ihren Kapitalwert. Seine Gedanken erläutert er durch folgendes Beispiel ⁴⁾:

Ein Unternehmen mit einem Substanzwert von	200 000 £
verspreche für die nächste Zeit einen nachhaltigen	
jährlichen Gesamtgewinn von	53 000 £
Der Substanzwert sei mit 8 % angemessen verzinst:	
8 % von 200 000 = 16 000 £	
Es verbleibt ein Restgewinn von	53 000 £
	./. 16 000 £
	= 37 000 £

1) Vgl. Baxter, W.T.: Partnership Rights. The Valuation Problem, in: "Accounting Research", Vol. 9, London 1958, S. 178.

2) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 17.

3) Vgl. Cutforth, Arthur: a.a.O., S. 152 ff.

4) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 152.

Cutforth teilt den Restgewinn in drei Gruppen und erwartet

für die ersten 16 000 £ eine sechsjährige Dauer	96 000 £
für die zweiten 16 000 £ eine fünfjährige Dauer	80 000 £
für den Rest von 5 000 £ eine vierjährige Dauer	<u>20 000 £</u>
Der Wert des Goodwill beträgt	196 000 £
Zusammen mit dem Wert der Substanz von	<u>200 000 £</u>
beläuft sich der Unternehmenswert auf	396 000 £
	=====

Wenn ein Unternehmen A einen doppelt so hohen Übererfolg ausweist wie das Unternehmen B, so ist nach Cutforth doch nicht anzunehmen, der Wert des Goodwills im Unternehmen A sei doppelt so hoch wie der Goodwill des Unternehmens B. Dazu noch ein Beispiel ¹⁾:

Zwei Unternehmen weisen gleiche Substanzwerte auf; sie unterscheiden sich nur im Differenzerfolg, der beim ersten Betrieb 5 000 £ erreicht, beim zweiten dagegen 20 000 £. Dann empfiehlt Cutforth, folgendermaßen zu rechnen:

a) 5 000 £ auf fünf Jahre erwartet, bilden einen Goodwill von	<u>25 000 £</u>
b) Der hohe Erfolg des zweiten Unternehmens ist in Gruppen zu zerlegen und die erwartete Anfalldauer der Gewinnanteile ist der Kapitalisierung zugrunde zu legen	
1. 8 000 £ für fünf Jahre	40 000 £
2. 8 000 £ für vier Jahre	32 000 £
3. 4 000 £ für drei Jahre	<u>12 000 £</u>
Goodwill	84 000 £
	=====

Angenommen, für die beiden Unternehmen sei eine Fusion geplant, so folgert Cutforth, ist es nicht angebracht, die beiden Goodwill-Werte im Verhältnis von 1 : 4 zu bestimmen, wie es die Differenzerfolge nahelegen, sondern sich mit einem Verhältnis von 1 : 3,36 zu begnügen, daß den Goodwillbeträgen entspricht.

1) Cutforth, Arthur: a.a.O., S. 153.

Da das endgültige Absterben des Goodwills nicht vorweg bestimmt werden kann, ist es auch nicht möglich, das langsame Schwinden seiner Ertragskraft für jedes zukünftige Jahr vorauszusagen. Cutforth täuscht mit seiner Kapitalisierung von Gewinnanteilen nach ihrer erwarteten Laufzeit Genauigkeit nur vor ¹⁾. Der Aufwand lohnt nicht den Erfolg ²⁾. Darum bewertet auch die Praxis das Unternehmensrisiko einheitlich ³⁾.

c) Das Annuitätenverfahren

Als erster hat Leake ⁴⁾ vorgeschlagen, die Differenzerfolge des Goodwills wie eine zeitlich begrenzte Rente zu behandeln. Der Barwert aller jährlichen Differenzerfolge bildet den Kapitalwert des Goodwills. Der Erfolg des ersten Rechnungsjahres nach der Bewertung hat einen Gegenwartswert von $\frac{e_1}{q^1}$; der Erfolg des zweiten Jahres beträgt heute $\frac{e_2}{q^2}$; der letzte Erfolg beläuft sich auf $\frac{e_n}{q^n}$ ⁵⁾.

Der Goodwill ist dann gleich der Summe aller Barwerte:

$$w = \frac{e_1}{q^1} + \frac{e_2}{q^2} + \frac{e_3}{q^3} + \dots + \frac{e_n}{q^n}.$$

1) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 17.

2) Vgl. May George O.: Financial Accounting, New York 1943, S. 105.

3) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 54.

4) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 20.

5) Bedeutung der Symbole:

e = jährlicher Differenzerfolg;

E = jährlicher Gesamterfolg;

w = Kapitalwert des Goodwills;

W_u = Kapitalwert der Unternehmung;

q = Aufzinsungsfaktor = $1 + \frac{p}{100}$;

p = Kapitalisierungszinsfuß auf 100 bezogen;

S_w = Substanzwert der Unternehmung;

i = Kapitalisierungszins des Goodwillserfolges in Prozent;

n = Dauer der Goodwillserfolge in Jahren;

r = Verzinsung des Substanzwertes in Prozent.

Leake ¹⁾ erwartet während der Goodwill-Wirksamkeit für jedes Jahr gleiche Differenzerfolge. Die Formel vereinfacht sich zu:

$$w = e \cdot \left(\frac{1}{q} + \frac{1}{q^2} + \frac{1}{q^3} + \dots + \frac{1}{q^n} \right)$$

$$= \frac{e}{q^n} \cdot (q^{n-1} + q^{n-2} + q^{n-3} + \dots + q + 1)$$

Diese geometrische Reihe mit dem Faktor q läßt sich zur Rentenbarwertformel umformen:

$$w = \frac{e}{q^n} \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1}$$

oder

$$= e \cdot \frac{1 - \frac{1}{q^n}}{q - 1} \quad 2)$$

Für den Gesamtwert der Unternehmung erweitert sich die Formel (vergl. S. 33) bei Austausch der Symbole zu:

$$W_u = S_w + (E - r \cdot S_w) \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

Für eine Gesamtbewertung soll der Prüfer folgende Daten ermittelt haben:

$$\begin{aligned} S_w &= 100\,000 \text{ £} \\ E &= 15\,000 \text{ £} \\ i &= 10 \text{ Prozent} \\ r &= 5 \text{ Prozent} \\ n &= 3 \text{ Jahre} \end{aligned}$$

1) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 26.

2) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 17.

Nach dem Annuitätenverfahren errechnet er dann einen Unternehmenswert von:

$$W = 100\,000 + \left(15\,000 - \frac{5 \cdot 100\,000}{100}\right) \cdot \frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{10}{100}\right)^3}}{\frac{10}{100}}$$

$$\underline{\underline{W = 124\,870 \text{ £}}}$$

Im Kapitalisierungszinsfuß "i" für den Goodwill-Erfolg möchten Leake ¹⁾ und Paton ²⁾ das Risiko ausgleichen, mit dem ein Käufer der Unternehmung sein Kapital belastet. Cutforth ³⁾ kennt noch eine weitere Möglichkeit, das Risiko im Gesamtwert zu berücksichtigen; er kapitalisiert auch seine fallenden Goodwillerfolge mit Zins und Risikozuschlag.

Der Differenzerfolg eines Unternehmens sei 4 000 £, seine Wirksamkeit

im ersten Jahr	4 000 £
im zweiten Jahr	3 000 £
im dritten Jahr	2 000 £
im vierten Jahr	1 000 £
im fünften Jahr	-- £

Angenommen, das Risiko verlange eine Abzinsung mit 10 Prozent, so errechnet sich für den Goodwill ein Gegenwartswert von:

$$w = \frac{4\,000}{1,10} + \frac{3\,000}{1,10^2} + \frac{2\,000}{1,10^3} + \frac{1\,000}{1,10^4}$$

$$\underline{\underline{w = 8\,301 \text{ £}}}$$

1) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 26.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 876 und Advanced Accounting, a.a.O., S. 428 f.

3) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 155 f.

In all diesen Fällen wird das Risiko überbewertet, weil es bereits in der Dauer und in der Höhe der Differenzerfolge erfaßt ist. "Auch Vorsicht muß man mit Bedacht und nicht übertrieben walten lassen" ¹⁾. Die Differenzerfolge dürfen nur mit einem Zins ohne besonderen Risikozuschlag diskontiert werden.

5. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens

In der Literatur über die Unternehmensbewertung wird in allen bedeutenden anglo-amerikanischen Ländern vorwiegend die Rechnung mit Rekonstruktionswerten und kapitalisierten Übererfolgen vertreten. Wie bereits erwähnt, sind diese Publikationen häufig aus den Erfahrungen der einzelnen Autoren im Wirtschaftsprüferberuf hervorgegangen. Es ist deshalb zu vermuten, daß dies Bewertungsverfahren auch in der Praxis weite Verbreitung gefunden hat.

Beachtenswerte Unterschiede in der Verfahrenstechnik lassen sich für die einzelnen anglo-amerikanischen Länder nicht feststellen. Ausgenommen ist lediglich die von Cutforth in England entwickelte Methode, die jährlichen Zukunftserfolge aufzuspalten und die einzelnen Anteile nach der erwarteten Dauer ihres Anfalls zu summieren.

In den Vereinigten Staaten hat die Rechnung mit doppeltem Zinsfuß auch die Anerkennung der Finanzgerichte gefunden. Angell ²⁾ bezeichnet sie als eines der wichtigsten Bewertungsverfahren, wenn in Fragen der Einkommenbesteuerung zwischen Fiskus und Steuerpflichtigem Streitigkeiten zu schlichten sind. Im Bundesstaat New York wird sie vorwiegend zur Gesamtbewertung für die Vermögen- und Erbschaftsteuer herangezogen ³⁾.

Die Kritik an diesem herrschenden Bewertungsverfahren zeigt sich recht spärlich. Sie trat zuerst in Amerika durch die Arbeiten von

1) Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 85.

2) Vgl. Angell, Montgomery Boynton: Valuation Problems, New York 1957, S. 15 und S. 16.

3) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 722 ff.

Bloomberg ¹⁾, Bonbright ²⁾ und Goode ³⁾ an die Öffentlichkeit. In England kann allein der Aufsatz Edeys ⁴⁾ als konstruktiver Beitrag gewertet werden.

1) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson, a.a.O.,

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O.

3) Vgl. Goode, Richard: a.a.O.

4) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 15 ff. und S. 52 ff.

D. Der Zukunftserfolg als alleinige Grundlage des Gesamtwertes

1. Die Komponenten des Zukunftserfolges

Schon vor rund fünfzig Jahren haben Fetter ¹⁾ und Fisher ²⁾ eine allgemeine Theorie des Erfolgswertes entwickelt. Danach leitet sich der Wert eines jeden Objektes aus den nützlichen Leistungen ab, die es seinem Eigentümer für die Zukunft verspricht ³⁾.

Eine Unternehmung ist für einen Käufer soviel wert, wie der Barwert der Erfolge, die diese Unternehmung vermutlich erbringen wird. Erfolge können als Differenzen von Aufwendungen und Erträgen oder Ausgaben und Einnahmen bestimmt werden. Fisher ⁴⁾ weist nachdrücklich darauf hin, daß die reinen Geldbewegungen die Grundlage der Erfolgswertbestimmung bilden, während Aufwendungen und Erträge abgeleitete Größen darstellen, die entstehen, wenn Einnahmen und Ausgaben entsprechend ihrer betrieblichen Verursachung auf die Rechnungsperioden verteilt werden.

Fishers Anregung wurde in den anglo-amerikanischen Ländern jedoch nicht nutzbar gemacht. Das Schrifttum über die Bewertung ganzer Unternehmen, soweit es dem Verfasser bekannt geworden ist, weist dort keine Publikation auf, die sich damit befaßt, den Unternehmenswert aus zukünftigen Einnahmen und Ausgaben zu berechnen. In Deutschland hat Busse von Colbe ⁵⁾ in einer gründlichen Analyse die Fragen behandelt, die bei einer Gesamtwertermittlung mit Hilfe von Ausgaben und Einnahmen entstehen. Er weist in seiner Untersuchung nach, daß die Ausgaben und Einnahmen eine exaktere Grundlage für die Kapitalisierung bieten als die Aufwendungen und Erträge. Auf seine Publikation wird deshalb an dieser Stelle ausdrücklich verwiesen.

1) Vgl. Fetter, Frank Albert: a.a.O., S. 1 ff.

2) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income a.a.O.

3) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 33 ff.

4) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 235.

5) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O.

Mit Busse von Colbe stimmen auch Dexling und Holup ¹⁾ sowie Voß ²⁾ überein.

2. Die Bestimmung des Zukunftserfolges

a) Vergangenheitserfolge als Ausgangsbasis

Der Erfolgswert der Unternehmen hängt allein von den zukünftigen Gewinnen des Betriebes ab. Einige Forscher verlangen deshalb, die Zukunftserfolge ohne Rücksicht auf die Vergangenheit selbständig zu ermitteln ³⁾. Bei dieser, auch als wissenschaftlich bezeichneten Methode ⁴⁾, leitet der Schätzer, vom Produktionsplan ausgehend, Mengen- und Wertumsätze ab. Wenn der Stückgewinn bekannt ist, läßt schon der vermutliche Mengenumsatz den Erfolg erkennen. Andernfalls müssen die Kosten nach Gruppen - etwa Löhnen, Material, Gemeinkosten, Steuern - einzeln berechnet und vom Brutto-Erlös abgesetzt werden. Badger zieht diese Rechnung einer Projektion bereinigter Vergangenheitserfolge in die Zukunft vor, denn "keine zwei wirtschaftlichen Situationen sind jemals in allen Beziehungen gleich; Wirtschaftsvoraussagen auf Grund des Verlaufs bei scheinbar ähnlichen Umständen in der Vergangenheit können irrig sein, weil neue und unbeachtete Einflüsse wirksam sind" ⁵⁾. Auch Most lehnt Vergangenheitserfolge als Maßstab für die Zukunftsentwicklung ab; selbst wenn sie bereinigt und korrigiert werden, damit

-
- 1) Vgl. Dexling, Harry und Holup, Gerd (mit Klinger, Karl): Die Beziehungen zwischen Substanz- und Ertragswert in der Unternehmensbewertung. Zwei Diskussionsbeiträge zum Aufsatz von Bankmann im "Betrieb" 1957, S. 409, in: "Der Betrieb", 10. Jg., Nr. 27, Düsseldorf 1957, S. 638.
 - 2) Vgl. Voß, Heinrich: Unternehmensbewertung und Abschreibung, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 11. Jg. N.F., Köln und Opladen 1959, S. 260 ff.
 - 3) Vgl. Badger, Ralph Eastman: Badger on Investment, New York 1928, S. 872; Most, Kenneth S.: Valuation of Commercial Goodwill, in: "The Accountant", Vol. 138, London 1958, S. 250.
 - 4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 413.
 - 5) Badger, Ralph Eastman: a.a.O., S. 872: "Not two economic situations are ever the same in all respects, with the result that economic forecasts based on what has happened in the past in an apparently similar situation may prove erroneous, for new and unconsidered factors are often present in the latter situation".

ihr Trend sichtbar wird, ist ihre Verwendung "unlogisch und falsch". Als den besonderen Vorzug der selbständigen Erfolgsschätzung hebt er hervor, "die Bestimmung des Umsatzes bietet Gelegenheit, wahrscheinliche Zukunftskosten an die Stelle der tatsächlichen Vergangenhitsausgaben zu setzen, so daß ein recht genaues Bild zukünftiger Reingewinne erzielt werden kann" ¹⁾. Most sagt jedoch nicht, warum die historischen Kosten der Entwicklung nicht angepaßt werden können.

Außerdem täuschen sich Badger und Most, in doppelter Weise, sie ermitteln den Zukunftserfolg gar nicht "selbständig", und eine wirklich selbständige Zukunftsschätzung liefert keine genauen Ergebnisse. Der Produktionsplan, von dem beide ausgehen wollen, entsteht aus den Plänen der Vergangenheit; es wäre töricht, wollten die Unternehmer darauf verzichten, ihre Erfahrungen zu nutzen.

Wirklich selbständig werden nur die Erfolge von Investitionen geschätzt, die sich auf wirtschaftliches und/oder technisches Neuland richten ²⁾. Hier aber liefern die Prognosen recht klägliche Resultate. Eine aktuelle Studie von Carter und Williams ³⁾ weist folgende beträchtliche Abweichungen von Erwartung und Entwicklung nach: (nur in summarischen Größen, da es sich um vertrauliches Material handelt)

In beinahe drei Vierteln der von den Autoren untersuchten Fälle wich der tatsächliche Gewinn von den Erwartungen um 50 % ab.

In über einem Viertel aller Fälle betrug der Unterschied mehr als 100 %; die Investition war also entweder ein glatter Verlust oder ein Erfolg, der die Erwartungen um mehr als das Doppelte übertraf.

-
- 1) Most, Kenneth S.: a.a.O., S. 250: "To use the average net profit of a series of past years, even by weighing to reflect a certain trend, is neither logical nor correct." "The main importance of estimating future profits by starting from turnover is that it enables probable future costs to be substituted for actual past expenses, so that a fairly accurate picture of future net profits can be obtained".
 - 2) Vgl. dazu auch den Widerspruch in den Ausführungen bei Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 48 f. und S. 54 sowie die Kritik bei Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 37.
 - 3) Vgl. Carter, C.F. und Williams, B.R.: Investment in Innovation, London 1958, S. 89 ff.

Die Korrelation von erwartetem und tatsächlichem Gewinn war niedrig, nur 0,13.

Bonbright ¹⁾ und Adamson ²⁾ bezeichnen selbständige Voraussagen der Zukunftserfolge als spekulativ. Auch Graham und Dodd ³⁾ erwarten von dieser Rechnung keine besonderen Leistungen. Üblicherweise leitet der Prüfer deshalb aus den Vergangenheitserfolgen die Zukunftsentwicklung ab ⁴⁾.

Die allgemeine Literatur über die Zukunftsplanung und Erfolgsschätzung stützt diese Ansicht; sie legt ihren Untersuchungen, soweit möglich, Daten der Vergangenheit zugrunde und berichtigt sie auf ihre zukünftige Wirksamkeit hin ⁵⁾. Vergangenheitserfolge werden nicht als wertbestimmend unterstellt, sondern liefern nur den Maßstab der mutmaßlichen Entwicklung, soweit nicht besondere Umstände einen anderen Wert verlangen ⁶⁾. Die Aufgabe des Prüfenden ist es, nach solchen Umständen Ausschau zu halten ⁷⁾. Zwar wird diese Rechnung auch als naive Methode bezeichnet, denn sie besagt, daß die Zukunft ähnlich

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 250.

2) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 107.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S.25.

4) Vgl. Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 738;
Haney, Lewis H.: a.a.O., S. 100;
Goode, Richard: a.a.O., S. 4;
Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 163;
Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 16;
Whitton, James: a.a.O., S. 117.

5) Vgl. z.B. De Paula, F.R.M.: Financial Planning and Control, Manchester 1946, S. 7 ff.; De Paula, F.R.M.: Developments in Accounting, London 1948, S. 148 ff.; Atkinson, Sterling K.: Cost, Volume, and Profit Relationships, in: Fiske, Wyman P. und Beckett, John A.: "Industrial Accountants' Handbook", New York 1954, S. 35 ff.; Newbury, Frank D.: Business Forecasting, in: Lasser, J.K.: "Standard Handbook for Accountants", New York 1956, Kapitel 8, S. 3 ff.; Abramson, A.G. und Mack, R.H.: Business Forecasting in Practice: Principles and Cases, New York 1956, S. 46; Keller, I. Wayne; Management Accounting for Profit Control, New York 1957, S. 262 ff.; Zimmermann, Guenter: Short term forecasts in industrial companies, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 105, New York 1958, S. 48 ff.

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 250.

7) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David: a.a.O., 3. Auflage, S. 416 und S. 425.

sein wird wie die Gegenwart ¹⁾; aber man ist gezwungen, auf sie zurückzugreifen, weil dem Sterblichen die Zukunft verschlossen ist ²⁾.

Der erste Schritt in einem Bewertungsprogramm ist deshalb das Studium der Vergangenheitserfolge ³⁾.

Es läßt sich nur im Einzelfall entscheiden, welche Erfolge der Vergangenheit ausgewertet werden können ⁴⁾. Adamson ⁵⁾ läßt den Prüfer einen Zeitraum wählen, der ihm am besten die Zukunftsentwicklung widerzuspiegeln scheint. Unter den anglo-amerikanischen Autoren vertreten es Montgomery ⁶⁾, Goode ⁷⁾ und Paton ⁸⁾ sowie Sidey ⁹⁾ und mit Einschränkungen Adamson ¹⁰⁾, die Durchschnittserfolge der letzten drei bis fünf Jahre für die Bewertung zu analysieren. Abweichend davon zieht Dewing ¹¹⁾ allein aus den jüngsten Ergebnissen vor dem Stichtag Schlüsse für die Zukunftsentwicklung. "Es ist jedoch unklug, kurzfristigen Operationsdarstellungen sehr zu vertrauen, besonders wegen der großen Schwierigkeiten, ein periodengerechtes Ergebnis abzugrenzen mit der daraus entstehenden Unzulänglichkeit der Ergebnisse, selbst unter günstigsten Bedingungen" ¹²⁾.

1) Vgl. Abramson, A.G. und Mack, R.H.: a.a.O., S. 46.

2) Vgl. Newbury, Frank D.: a.a.O., S. 13.

3) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 869.

4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 253.

5) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 107.

6) Vgl. Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 738.

7) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 18.

8) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 869.

9) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 16.

10) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 108.

11) Vgl. Dewing, Arthur S.: Financial Policy of Corporations, 5 Bände, 2. Auflage, New York 1921, Band 2, S. 49.

12) Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 420: "It is unwise, to place great faith in short-term pictures of operations, particularly in view of the many difficulties involved in the determination of periodic income and the consequent limitations - even under the most favorable conditions - of the reported data".

Wer die Voraussage auf nur wenige Vergangenheitserfolge stützt, kann nur schwer die Periodenerfolge abgrenzen; auch besteht die Gefahr, daß die Konjunkturlage zur Zeit der Bewertung für die Zukunft als maßgeblich unterstellt wird. Die jährliche Gewinn- und Verlustrechnung enthält Größen, die nicht ganz herausgenommen werden können, noch in voller Höhe den einzelnen Jahren belassen werden dürfen. In eine Sieben- oder Zehnjahres-Analyse gehört eine Steuerrückzahlung ebenso hinein wie der Gewinn oder Verlust, der sie verursachte ¹⁾. Darum halten es Goode ²⁾ und Paton ³⁾ für theoretisch begründet, einen ganzen Konjunkturzyklus auszuwerten. Da Konjunkturen und Krisen nicht in gleichmäßiger Wiederholung einander folgen und jeder Konjunkturzyklus individuelle Zusammenhänge aufweist, führt aber die Auswertung eines speziellen historischen Konjunkturverlaufs vermutlich zu bedeutenden Fehlschätzungen zukünftiger Erfolge und damit zu einem falschen Unternehmenswert. Seed ⁴⁾ und Adamson ⁵⁾ räumen dem Gewinn mit zunehmendem Alter nur eine abnehmende Bedeutung ein. Über eine Grenze von acht bis zehn Jahren will auch Paton ⁶⁾ nicht zurückgehen. Gründlicher als die genannten Autoren versuchen Graham und Dodd, die Entwicklung der letzten Jahrzehnte für die Auswahl der Vergangenheitsperioden zu analysieren. Die Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 1941 bis 1945 zeigt in der Regel zu hohe Erfolge, verursacht durch die Kriegskonjunktur, Rüstungsaufträge und andere Bedingungen. Die Periode 1945 bis 1950 erscheint besonders problematisch.

"Handelt es sich um eine Friedensperiode, oder wenigstens um eine Zeit des Waffenstillstandes (kalter Krieg)? Oder ist es eine Konjunkturzeit im klassischen Sinn, der eine Krise von gleicher Stärke folgen wird? Oder sind wir, ohne es zu ahnen, wirklich in ein "neues Zeitalter" hineingestolpert, in dem die Wirtschaftsfaktoren an der

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 90.

2) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 18.

3) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 869.

4) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 119.

5) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 109.

6) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 869.

Grenze der Vollbeschäftigung stabilisiert werden können? Soll aber diese märchenhafte Errungenschaft - so jedenfalls wäre dieser Zustand den Volkswirtschaftlern vor 1941 erschienen - damit bezahlt werden, daß wir zusammenwürfeln: unglaublich hohe Staatsschulden, ähnlich hohe, im Traum nicht erwartete Steuersätze, zunehmende Einschränkung der Unternehmensentscheidungen, ein enormes Haushaltsdefizit selbst in Aufschwungszeiten, ein "friedenszeitliches" Militärbudget, größer als die gesamten Kriegskosten 1917 - 1918, einen Exportüberschuß von mehreren Milliarden im Verschenkungswege, zügellose Ausgaben für Wohlfahrtsprojekte und den Vorsatz, größere Arbeitslosigkeit um jeden Preis zu vermeiden?" 1)

Auch Graham und Dodd konnten 1951 diese Fragen nicht beantworten. Jedoch hat die Entwicklung ihre Auffassung bestätigt, daß die Jahre 1946 - 1950 überdurchschnittliche Ergebnisse brachten. Doch liegt es ihnen fern, vor einer allgemeinen Krise zu warnen, weil das wirtschaftliche Wachstum heute weitgehend reguliert werden kann 2). Aber von den Betrieben, die aus der Kriegs- und Nachkriegszeit Vorteile zogen, werden nach Graham und Dodd vor allem kleine und zweitrangige Unternehmen in Zukunft vielleicht eine ungünstigere Entwicklung aufweisen. "Obwohl die Periode 1936 - 1940 weit zurückliegt, tut der Prüfer gut daran, die Ergebnisse jener Jahre als einen möglichen Hinweis auf das Verhalten solcher Unternehmen bei zunehmendem Wettbewerb zu prüfen" 3). Dagegen sind Betriebe, wie Stahlwerke oder Ölgesellschaften

1) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 417 f. "Is this a peacetime period, or at least a semiwar ("cold-war") period? Is it a boom period of the classical type, to be followed by a depression of a magnitude closely corresponding to its own? Or have we blundered, almost without knowing it, into a real "new era", in which business conditions can be kept fairly stable at close to capacity output? And this miraculous achievement - so at least it would have seemed to pre- 1941 economists - is to be brought about by mixing together an unbelievably high national debt, equally undreamed-of rates of taxation, increasing restrictions on business decisions, a huge federal deficit even in prosperity years, a "peacetime" military budget exceeding the actual war cost of 1917-1918, an export surplus of many billions on a give-away basis, lavish spending on welfare projects, and the determination to avoid large-scale unemployment at any cost."

2) Vgl. Samuelson, Paul A.: Economics, 3. Auflage, New York 1955, S. 360.

3) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 420: "In spite of the remoteness of the 1936 - 1940 period, the analyst would be well to consult the record of those years as a possible clue to the behavior of such a company under more competitive conditions."; Vgl. auch Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 191.

ten, selbst wenn sie stark schwankende Erfolge zeigen, auch für die Zukunft günstig zu beurteilen, weil ihre Produktion allgemein bedeutsam ist. Mit den dargestellten anglo-amerikanischen Auffassungen stimmen die in der deutschen Literatur geäußerten Meinungen weitgehend überein. Außer Mellerowicz ¹⁾ berufen sich fast alle Autoren auf die Vergangenheit und werten die Erfolge der letzten drei bis fünf Jahre aus ²⁾. Schmalenbach ³⁾ weist in diesem Zusammenhang darauf hin, daß konjunkturelle Schwankungen sich um so eher ausgleichen, je größer der Zeitraum gewählt wird. Dieser Auffassung stimmt auch Münstermann ⁴⁾ zu, weist jedoch mit Recht auf die Schwierigkeiten hin, die sich bei zunehmender Jahreszahl der Ermittlung der Vergleichserfolge entgegenstellen. Vor allem machen sich "Strukturänderungen, denen jeder Betrieb z.B. bei Übergang zu einer anderen Fertigungs- oder Vertriebsweise und bei Herstellung neuer Erzeugnisse unterliegt" ⁵⁾, störend bemerkbar.

b) Die Aussagekraft der Vergangenheitserfolge

Nicht die Vergangenheitserfolge, sondern nur die in Zukunft erzielbaren Leistungen begründen den Wert der Unternehmung. Die Zahlen des Rechnungswesens allein besitzen für die Ermittlung des Gesamtwertes zunächst keine Aussagekraft ⁶⁾. "Hinter der Fassade einer sorgfältig

- 1) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 51 und S. 55. Als Gutachter scheint Mellerowicz in der Praxis jedoch (neuerdings?) auch den Vergangenheitsgewinn zu berücksichtigen. (Vgl. Mellerowicz, Konrad: Die Bewertung von Unternehmungen als Ganzes, a.a.O., S. 7 f.).
- 2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 41 ff., Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O. S. 38; Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 77 und: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1065; Schnettler, Albert: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 14.
- 3) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 43.
- 4) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 78 f.
- 5) Ebenda.
- 6) Vgl. Walker, Q.Forrest: a.a.O., S. 35; May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 19.

geprüften finanziellen Berichterstattung wirken ununterbrochen machtvolle dynamische Wirtschaftskräfte, reißen hier Werte ein und bauen sie dort auf. Manchmal laufen diese Umstellungen langsam ab; für den Großteil der Industriebetriebe aber treten sie mit erschreckender Geschwindigkeit ein. Wechselnde Währungsverhältnisse, schwankende Produktpreise, Wettbewerb, neue Erfindungen, neue Verfahren und Entdeckungen, Modewechsel, Überproduktion, Streiks, Zölle, Kriege und Revolutionen und eine Vielzahl anderer Einflüsse fegen die Gewinne der Industrie hinweg oder bauen sie neu auf" ¹⁾.

Graham und Dodd ²⁾ unterscheiden in der Analyse der Unternehmung für die Bewertung qualitative und quantitative Faktoren.

Die quantitativen Faktoren umfassen das statistische Zahlenwerk des Betriebes. Dazu gehören sowohl die Vergangenheitserfolge, als auch Angaben über Kosten und Preise, Produktionskapazität, Auftragsbestand und ähnliche Erläuterungen. Die qualitativen Faktoren dagegen betreffen etwa die Art der Unternehmung, ihre Stellung innerhalb des Wirtschaftszweiges, Produktionsstruktur und Standort, Betriebsleitung sowie die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung und die der Unternehmung im besonderen ³⁾. Diese Angaben sind im Rechenwerk der Unternehmung meist nicht enthalten, der Prüfer muß sie eigens beschaffen ⁴⁾.

"Allgemein gesprochen kann man die quantitativen Faktoren viel eher gründlich analysieren als die qualitativen Faktoren. Sie treten in

1) Walker Q. Forrest: a.a.O., S. 35: "Behind the mirage of carefully audited financial statements, powerful dynamic economic forces are constantly at work tearing down and building up values. In some instances, these changes come slowly; but for the vast majority of industrial enterprises, they come with startling rapidity. Changing money conditions, fluctuating commodity prices, competition, new inventions, processes and discoveries, changing styles, overproduction, strikes, tariffs, wars and revolutions, and a multitude of other factors either sweep away or build up industrial profits."

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 38 ff. und 3. Auflage, S. 68 ff.

3) Vgl. dazu auch Albach, Horst: Wirtschaftlichkeitsrechnung bei unsicheren Erwartungen, Köln und Opladen 1959, S. 125.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 68.

geringerer Zahl auf, sind leichter erhältlich und besser geeignet, genaue und verlässliche Entschlüsse zu begründen.

Die typische Analyse einer Investition - wie sie im Bericht eines statistischen Dienstes erscheint - behandelt die qualitativen Faktoren in oberflächlicher oder summarischer Weise und füllt den Hauptteil ihrer Seiten mit Zahlen" ¹⁾.

Wer aber qualitative Elemente allein berücksichtigt, wird sie leicht überbewerten. So nämlich entstehen an der Börse extreme Schwankungen; meist werden die kurzfristigen Wertbewegungen auch auf die weitere Zukunft übertragen, weil sie keiner mathematischen Kontrolle unterliegen ²⁾. Das qualitative Element in einer Unternehmensbewertung bedarf deshalb einer Begrenzung. Diese findet der Prüfer nur in den Ausweisen der Vergangenheit. Befriedigende statistische Nachweise sind eine notwendige, aber niemals hinreichende Bedingung für einen Investitionsentschluß ³⁾. Wenn aber die Ergebnisse der Vergangenheit mit den qualitativen Faktoren in Einklang stehen, so hat der Bewertende, innerhalb menschlicher Grenzen, die Zukunft richtig erfaßt. Darin unterscheidet sich die Unternehmensbewertung sowohl von der Spekulation als auch von einem falsch verstandenen Prophetentum, für das etwa Goode ⁴⁾ die Wertermittlung hält. Vergangenheitsgewinne können allerdings nicht kritiklos der Erfolgsrechnung entnommen werden, weil eine Anzahl von Rechentechniken, die alle zu verschiedenen Resultaten führen, als "gute Praxis" anerkannt sind ⁵⁾. Auf die Korrektur der Vergangenheitserfolge wird deshalb in den folgenden Abschnitten

-
- 1) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 39: "Broadly speaking, the quantitative factors lend themselves far better to thoroughgoing analysis than do the qualitative factors. The former are fewer in number, more easily obtainable, and much better suited to the forming of definite and dependable conclusions. The typical analysis of a security - as made in a report, issued by a statistical service - will treat the qualitative factors in a superficial or summary fashion and devote most of its space to the figures."
 - 2) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 7 f. sowie S. 71 und S. 324.
 - 3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 45.
 - 4) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 3.
 - 5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 253.

besonders eingegangen. Auch kann die Analyse des Vergangenheitserfolges beliebig in die Breite und in die Tiefe ausgedehnt werden. Graham und Dodd ¹⁾ verlangen deshalb vom Prüfer, daß er einen Sinn für die angemessene Anwendung seiner Technik zeige.

c) Die Korrektur der Vergangenheitserfolge

1. Neutrale Aufwendungen und Erträge

Neutrale Aufwendungen und Erträge entstehen durch Vorgänge, die zwar im Rahmen der Geschäftstätigkeit der Unternehmung ablaufen, aber nicht vom Hauptzweck des Betriebes bedingt sind. Zu ihnen rechnen anglo-amerikanische Autoren vor allem Verluste oder Gewinne aus Beteiligungen, sowie Aufwendungen für und Erträge aus Wertpapieren mit Forderungscharakter (Obligationen, Staatsanleihen), weiterhin Aufwendungen für stillgelegte Betriebsteile sowie Erträge aus dem Verkauf nicht notwendiger Vermögensgegenstände. Paton ²⁾ empfiehlt, den Gesamterfolg um die Gewinne aus Beteiligungen zu mindern und für diese Vermögenssteile eine eigene Bewertung durchzuführen.

Dagegen erklärt Busse von Colbe ³⁾, ob die Beteiligungserfolge in die Bewertung einbezogen werden sollten, hänge davon ab, welches Ziel die zu bewertende Unternehmung mit der Beteiligung verfolge. Handle es sich um eine enge finanzielle und wirtschaftliche Bindung zweier Unternehmen, so könne die zu bewertende Unternehmung über ihren Gewinnanteil hinaus Vorteile erzielen, wie besonders günstigen Bezug von Rohmaterial oder Halbfabrikaten oder auch gesicherten Absatz der eigenen Erzeugnisse. Für diese Fälle will Busse von Colbe die Beteiligungserfolge in den Gesamterfolg des Bewertungsobjektes einbeziehen, da er ja ohnehin von der Beteiligung beeinflusst sei. Wird die Beteili-

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S.67.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 871; vgl. auch Cutforth, Arthur: a.a.O., S. 170 ff. und Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 112.

3) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 94.

gung nicht übernommen, so sei der Betriebserfolg zu schätzen, der sich nach der Isolierung des Bewertungsobjektes einstellen werde ¹⁾. Sofern es sich bei der Beteiligung um eine unwirtschaftlich arbeitende Tochtergesellschaft handelt, die ohne Schaden für die Obergesellschaft liquidiert werden kann, sind diese Verluste nur vorübergehend und können für einen bestimmten zukünftigen Zeitpunkt als beendet angesehen werden. Es ist jedoch zu prüfen, ob die Defizite der Tochtergesellschaft vielleicht durch Verrechnungspreise entstanden sind, wenn die Muttergesellschaft Hauptabnehmerin für die Erzeugnisse der Tochter ist. Auch in diesem Fall kann meist die Beziehung der beiden Unternehmen nicht ohne Rückwirkung auf das Bewertungsobjekt gelöst werden, und nach Graham und Dodd ²⁾ müssen die Beteiligungsverluste im Gesamtaufwand verbleiben, weil sie notwendige Gegenposten zu entsprechenden Erträgen darstellen.

Hat das Bewertungsobjekt vorübergehend freigewordene liquide Mittel, etwa aus noch nicht reinvestierten Abschreibungsgegenwerten, in Wertpapieren angelegt, so fordert Adamson ³⁾, die Erträge aus diesem Fonds in den Betriebserfolg einzubeziehen.

Besonders zu beachten sind Aufwendungen für stillgelegte Betriebsteile. Wenn keine Aussicht besteht, daß sie die Produktionstätigkeit eines Tages wieder aufnehmen können, so ist ihr Erhaltungsaufwand als neutrale Größe auszusondern ⁴⁾.

Unter den Vermögensteilen können sich noch Aktiva befinden, die weder eigene Erträge abwerfen, noch für den Produktionsprozeß notwendig sind. Neben übermäßigen Barbeständen gehören nicht mehr genutzte Maschinen, Materialien und ähnliche Güter, die vielleicht nach einer Produktionsumstellung frei wurden, in diese Gruppe. Sie werden von

1) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 95.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 441.

3) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 112.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 422; vgl. dazu auch Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 77 und Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 93.

Bonbright ¹⁾ dem Gesamtwert mit ihren Liquidationserlösen zugesetzt. Deutsche Autoren ²⁾ empfehlen die gleiche Behandlungsweise. Zu geringe Bestände auf der Aktivseite oder übermäßige Verpflichtungen müssen dagegen als Wertminderung vom Ertragswert abgesetzt werden. Vorsicht ist jedoch geboten, daß nicht Aktiva mit ihrem Liquidationswert beigefügt werden, die auch für den Zukunftserfolg mitverantwortlich sind und so doppelt gezählt werden, oder daß die Höhe des Umlaufvermögens zu knapp für die Bedürfnisse der Unternehmung angenommen wird ³⁾.

2. Außergewöhnliche Gewinne und Verluste

May kennzeichnet außergewöhnliche Gewinne und Verluste als positive oder negative Größen, "die, obwohl sie in Beziehung zum Betrieb stehen und mit Recht ihren Weg in das Gewinn- und Verlustkonto nehmen, ihrer Natur nach Ausnahmen bedeuten und wahrscheinlich nicht regelmäßig wiederkehren" ⁴⁾.

Als Beispiele nennt die anglo-amerikanische Literatur vor allem Spekulationsgewinne, Vergütungen für besondere Leistungen, Gewinne aus dem Abschluß eines ungewöhnlich guten Lieferungsvertrages, Verluste aus Unfallschäden, größere Unterschlagungen, Steuernachzahlungen und -erstattungen, Gewinne oder Verluste beim Verkauf von Anlagegegenständen, Abschreibung oder Aufwertung von Auslandsguthaben ⁵⁾. Je

- 1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 239; ähnlich auch Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 423 und Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 871; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 151 f.
- 2) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 81 und Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 8; Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 95.
- 3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David, L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 182; Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 871.
- 4) May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 20: "... which, although relating to the business and properly finding their way into the income account, are in character quite exceptional and not likely to be repeated at all regularly".
- 5) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 88; Sidey Robert L.: a.a.O., S. 18; Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 3 f.; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 89 ff.

höher ihr Anteil am Gesamterfolg, umso unsicherer wird die Bestimmung des Zukunftserfolges aus den Vergleichszahlen der Vergangenheit. Wie weit man ihnen nachgeht, ist eine Frage des Rechnungsziels ¹⁾.

Der Bewerter muß sie zunächst aus dem Gesamterfolg isolieren. Er hat dann die Möglichkeit, sie entweder ganz aus seinem Erfolg auszuschalten oder mit einem Durchschnittswert anzusetzen ²⁾.

Für die Ausschaltung lassen sich einige Gründe anführen. Außergewöhnliche Erfolge sind mit einem höheren Risiko belastet als das laufende Betriebsergebnis. Deshalb werden in England Gewinne aus dem Verkauf von Anlagegegenständen als sogenannte capital gains nicht der Ertragssteuer unterworfen ³⁾. Andere Länder, wie Australien, Süd-Afrika und Kanada legen einen ermäßigten Steuersatz an ⁴⁾. Auch ist zu vermuten, daß Veräußerungsgewinne durch gestiegene Ersatzkosten kompensiert werden, falls nicht bereits diese Ausgabe in der Erfolgsrechnung berücksichtigt wurde ⁵⁾.

Kester ⁶⁾, Seed ⁷⁾ und Irish ⁸⁾ haben sich entschieden, die nicht regulären Gewinne und Verluste aus den Erfolgsrechnungen der Vergangenheit auszuschalten. In dieser entschiedenen Weise folgt ihnen in der deutschen Literatur vor allem Leitner ⁹⁾, ähnlich äußern sich Hagest ¹⁰⁾ und Husemann ¹¹⁾.

-
- 1) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 82.
 - 2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 870.
 - 3) Vgl. May, George O.: The British Treatment of Capital Gains, a.a.O., S. 502; British Income Tax Act 1952, § 10; Newport, Cecil A. und Plunkett, H.G.S.: a.a.O., S. 7; Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 12.
 - 4) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 12.
 - 5) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: Ebenda.
 - 6) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, a.a.O., Band 2, S. 515.
 - 7) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 110.
 - 8) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing Theory and Practice, Sydney 1948, S. 340.
 - 9) Vgl. Leitner, F.: Wirtschaftslehre der Unternehmung, 5., neu bearbeitete Auflage der "Privatwirtschaftslehre", Berlin und Leipzig 1926, S. 184.
 - 10) Vgl. Hagest, Karl: a.a.O., S. 196.
 - 11) Vgl. Husemann, Heinrich: Ermittlung des Ertragswertes von Unternehmungen, in: "Der Betrieb", 4. Jg., Düsseldorf 1951, S. 138.

Für die Praxis ist es jedoch schwierig, Zufallsgrößen von den normalen Erfolgen zu trennen. Ein Teil des außerordentlichen Erfolges wurde vom Unternehmer erwartet und verliert dadurch den Charakter des Unbestimmten. Außerdem wird die Grenze zwischen normalen Gewinnen und Zufallsgewinnen verwischt, wenn etwa infolge eines günstigen Rohmaterialeinkaufs der Betrieb mit entsprechend niedrigeren Kosten produziert oder durch Nachfragesteigerungen eine Kostendegression und zugleich eine Preiserhöhung der Fertigprodukte eintritt ¹⁾.

Der Käufer kann für jedes Unternehmen einen Teil der außerordentlichen Gewinne und Verluste als normal ansehen ²⁾. Darum verteilen die anglo-amerikanischen Autoren sie überwiegend auf die Reihe der Vergleichsjahre ³⁾. "Die meisten der nicht regelmäßig wiederkehrenden Positionen spielen eine doppelte, widersprüchliche Rolle in der Investitions-Analyse. Bei der Bestimmung eines einzelnen Jahresergebnisses sind sie auszuschalten, müssen aber in das Gesamtergebnis einer Reihe von Jahren aufgenommen werden" ⁴⁾.

Wenn wesentliche Unregelmäßigkeiten in den Jahresergebnissen enthalten sind, können einzelne Gewinn- und Verlustrechnungen die Ertragskraft nicht sicher nachweisen ⁵⁾.

Als wesentlich sehen Graham und Dodd ⁶⁾ Beträge an, die das Endergebnis um mehr als 10 % beeinflussen.

1) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 79 ff.

2) Vgl. Campbell, W.G.: a.a.O., S. 360.

3) Vgl. Paton, William Andrew und Littleton, A.C.: An Introduction to Corporate Accounting Standards, Ann Arbor, Mich., 1940, Neu-
druck 1948, S. 61; Paton, William Andrew: Accountants' Handbook,
3. Auflage, a.a.O., S. 870; Graham, Benjamin und Dodd, David L.:
a.a.O., 3. Auflage, S. 89 f.

4) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 89:
"Most of the nonrecurrent items play a double and contradictory
role in security analysis. They should be excluded in arriving at
the results for a single year, but they should be included in the
over-all results for a period of Years".

5) Vgl. Paton, William Andrew und Littleton, A.C.: a.a.O., S. 61;
Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 90.

6) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda, S. 90.

Ähnliche Meinungen werden auch im deutschen Schrifttum vertreten ¹⁾. Schmalenbach begnügt sich mit dem Hinweis, "ein besonderes Augenmerk auf die außerordentlichen Erfolgsposten zu richten" ²⁾. An anderer Stelle ³⁾ scheint er jedoch extreme Werte ganz ausschalten zu wollen, wenn er aus einer Reihe von fünf Jahren das beste und schlechteste Ergebnis fallen läßt. Dagegen will Mellerowicz auch außerordentliche Zufallsgewinne mit einem Durchschnittssatz in die Rechnung einbeziehen, weil "die mathematische Wahrscheinlichkeit für den Betrieb besteht, daß diese in allen Perioden entstehen" ⁴⁾.

Grundsätzlich kann der Bewertende die Meinung vertreten, Zufallsgewinne und -verluste seien bei der Bestimmung des Gesamtwertes zu berücksichtigen, jedoch ist besondere Vorsicht geboten, weil diese Einflußgrößen ihrer Natur nach sehr schwer zu erfassen sind und eine verhältnismäßige pessimistische Beurteilung vor allem der zukünftigen Zufallsgewinne erscheint ratsam.

3. Anlagenabschreibung

Grant und Norton ⁵⁾ sowie Grant ⁶⁾ unterscheiden drei Bedeutungen, die dem Begriff Abschreibung beigelegt werden:

1. im unwissenschaftlichen Sprachgebrauch - Wertminderung;
2. im buchhalterischen Sinne - die Verteilung der Kosten eines langlebigen Gutes auf die Dauer seiner Nutzung;
3. im Sinne einer Bewertung - der Wertunterschied zwischen einem bestehenden, zu bewertenden alten Gegenstand und einem hypothetischen neuen Ersatzgut als Vergleichsstandard.

1) Vgl. auch Tymkiw, Michael Mirosław: Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes, Diss. Erlangen 1947, S. 90; Gelhausen, Fritz: Probleme der Bewertung von Unternehmen, a.a.O., S. 6; Neubert, Helmut: a.a.O., S. 66.

2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 41.

3) Vgl. Ebenda, S. 44.

4) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 66.

5) Vgl. Grant, Eugene L. und Norton, Paul T.: Depreciation, New York 1949, S. 11.

6) Vgl. Grant, Eugene L.: Basic Accounting and Cost Accounting, New York 1956, S. 322.

In den jährlichen Erfolgsrechnungen wird der Wertverlust des Anlagevermögens durch eine Minderung des Anschaffungs- oder Herstellwertes berücksichtigt; "es gibt aber Fälle, in denen die Abschreibungsquote zwar vom buchhalterischen Standpunkt gerechtfertigt sein mag, vom Standpunkt eines Investors gesehen, jedoch nicht genügt" ¹⁾.

Zwei Unternehmen sollen sich allein durch die Buchwerte ihrer Anlagen unterscheiden ²⁾. Der Produktionsapparat des einen Betriebes wurde in einer Zeit hoher Preise angeschafft, während die Aggregate des zweiten Betriebes aus einer Periode mit niedrigen Preisen stammen.

Beide Werke zeigen gleiche Ertragskraft und besitzen gleichen Wert. Wenn aber jeder Unternehmer die Abschreibungsquoten von den Anschaffungskosten der Anlagen berechnet, erscheint der erste Betrieb weniger erfolgreich als der zweite. Vom Standpunkt eines Käufers gesehen, ist diese Erfolgsdifferenz eine Illusion, die gleich verschwindet, wenn die Abschreibungsbeträge für beide Anlagen nach den Tagesbeschaffungspreisen errechnet werden. Die niedrigen Anschaffungskosten für die Produktionsanlage des einen Betriebes erbringen einen Zufallsgewinn; es ist unsicher, daß der Käufer oder auch der Eigentümer in Zukunft noch einmal eine solche Gelegenheit ausnützen können. Daraus leitet Whitton ³⁾ die theoretische Konsequenz ab, Abschreibungen vom zukünftigen Wiederbeschaffungswert zu berechnen. Dieser Forderung kann die Praxis nicht folgen, zukünftige Preise sind ihr unbekannt. Prinzipiell verfolgen anglo-amerikanische Autoren jedoch das Ziel einer substantiellen Kapitalerhaltung.

Die Unternehmung als unbegrenzt anzusehen und den Anlagenaufwand so hoch zu errechnen, daß aus ihm die Ersatzbeschaffung bestritten werden kann, bezeichnet May ⁴⁾ als den Gegensatz zur buchhalterischen Ab-

- 1) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 127: "There are occasions when an allowance that may be justified from an accounting standpoint will fail to meet the situation properly from an investment standpoint".
- 2) Vgl. zu diesem Beispiel Bonbright, James C.: a.a.O., S. 255.
- 3) Vgl. Whitton, James: a.a.O., S. 120.
- 4) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 159.

schreibungstheorie. Auch West ¹⁾ erläutert das Abschreibungsproblem vom Standpunkt der substantiellen Erfolgsrechnung: jegliche Erneuerung von Einrichtungen, Maschinen, Gebäuden muß aus den Erträgen bestritten werden; jeder Ersatz von Vorratsgütern muß aus der gleichen Quelle gespeist werden. Paton weist unmittelbar auf die Gefahr der Scheingewinne und Scheinverluste hin. "Es ist möglich, daß eine Abschreibungsrate, die von wechselnden Anlagewerten keine Notiz nimmt, eine überlegene Ertragskraft vortäuscht, die völlig unbegründet ist, oder bei anderen Verhältnissen eine Verlustwirtschaft, wenn die Verhältnisse nicht ungünstig sind" ²⁾. Die genannten Autoren stimmen in der Abschreibungsfrage mit Schmidt ³⁾ überein, der darüber hinaus die Tagesbeschaffungspreise der gesamten Erfolgsrechnung zugrunde legt. Im Sinne Schmidts ermitteln auch Krönke ⁴⁾ und Lehmann ⁵⁾ den kapitalisierungsfähigen Zukunftserfolg, während von Mellerowicz "hier die dynamische Bilanzauffassung und der vergleichbare, geld-, nicht substanzorientierte Gewinn vertreten wird" ⁶⁾.

Wenn die Abschreibungsquoten einer Anlage später die Wiederbeschaffung einer neuen Einheit finanzieren sollen, so sind aber nicht immer die Reproduktionskosten der vorhandenen Einrichtung als Aufwand zu verrechnen, sondern die Kosten einer vielleicht günstigeren Ersatzan-

-
- 1) Vgl. West, K. Hall: Accounting Practice, London 1956, S. 97.
 - 2) Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 322: "It is possible in fact, for a rate that takes no account of changing plant values to create an appearance of superior earning power and intangible value which is entirely unwarranted, or - in other circumstances - to indicate unsuccessful operation when conditions are not unfavorable".
 - 3) Vgl. Schmidt, Fritz: Die organische Tageswertbilanz, Neudruck der 3. Auflage, Wiesbaden 1951.
 - 4) Vgl. Krönke, H.: Reproduktionswert, Ertragswert und Gesamtwert der Unternehmung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Wiesbaden 1951, 21. Jahrgang, S. 142.
 - 5) Vgl. Lehmann, Max Rudolf: Die Theorie der Ertragswertermittlung im Rahmen der Unternehmungsbewertung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 24. Jg., Wiesbaden 1954, S. 467.
 - 6) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 57.

lage, die als nächste vermutlich eingesetzt werden wird ¹⁾. Außerdem muß die wirtschaftliche Lebensdauer genau geschätzt werden ²⁾.

Nach Meinung vieler anglo-amerikanischer Autoren unterstellt die Bewertungspraxis zu lange Nutzungszeiten und damit zu geringe Abschreibungsquoten ³⁾. Die Voraussetzungen einer substanzenorientierten Abschreibungspolitik: Schätzung der Nutzungsdauer vorhandener Anlagen, Planung der günstigsten Ersatzanlage und Ermittlung ihres gegenwärtigen Anschaffungspreises, können von der Praxis nicht genau erfüllt werden. Die einzelnen Autoren begnügen sich mit Annäherungslösungen.

Adamson ⁴⁾ hält eine Anpassung der Abschreibungsquoten nur dann für erforderlich, wenn die Tagesbeschaffungspreise die historischen Anschaffungskosten weit übersteigen. Diese Ansicht erscheint im Rahmen der Erfolgsabgrenzung zu sorglos.

Für Irish ⁵⁾ ist es üblich, auf die steuerlichen Abschreibungsbeiträge zurückzugreifen. Damit setzt er sich aber in Widerspruch zu der überwiegenden Ansicht, daß die steuerlich erlaubten Sätze für den Aufwandaufwand hinter den wirtschaftlichen Erfordernissen weit zurückbleiben ⁶⁾. Unter den deutschen Autoren will Hartmann von den Gewinn-

1) Vgl. Graham, Willard J.: a.a.O., S. 7; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 176; May, George O.: Valuation or historical Cost: Some recent Developments, a.a.O., S. 20.

2) Vgl. Montgomery, Robert H., Lenhart, Norman J., Jennings, Alvin R.: Montgomery's Auditing, 7. Auflage, a.a.O., S. 265.

3) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, a.a.O., Band 2, S. 100; May, George O.: The Relation of Depreciation Provisions to Replacement, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, New York 1940, S. 342 f. und Vol. 70, S. 70; Terborgh, George: Realistic Depreciation Policy, Chicago, Ill., 1954, S. 103 ff.

4) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 94 und S. 125 f.

5) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing Theory and Practice, a.a.O., S. 340.

6) Vgl. May, George O.: The Relation of Depreciation Provisions to Replacement, a.a.O., S. 347; Terborgh, George: Realistic Depreciation Policy, a.a.O., S. 107; Simmonds, Francis: Financial Control for the Small Manufacturer, 2. Auflage, London 1952, Neudruck 1955, S. 58; Whitton, James: a.a.O., S. 120; vgl. auch Paton, William A. jr.: A Study in Liquidity. The Impact of Inflation on Monetary Accounts, Ann Arbor, Mich., 1958.

nen der Ertragssteuerbilanzen ausgehen, "denen erfahrungsgemäß ein hohes Maß praktisch erreichbarer Objektivität zukommt" ¹⁾.

Graham und Dodd ²⁾ sowie Grant und Norton ³⁾ versuchen, die angemessenen Anlagenabschreibungen aus dem Verhältnis von Ausgaben und Netto-Bestand zu ermitteln. Abschreibungsquoten können danach unverändert übernommen werden, wenn sie nach Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung und Bilanzierung festgesetzt wurden und die Anlagekonten über eine Reihe von Jahren keine Schrumpfung dieser Vermögensgruppen zeigen. Dagegen muß der Aufwand erhöht werden, wenn er die durchschnittlichen Barausgaben für diese Aktiva oder eine angemessene Reservebildung unterschreitet. Umgekehrt kann der Prüfer die Abschreibungen senken, wenn sie die durchschnittlichen Ausgaben für Anlagen übertreffen. Dabei muß immer unterstellt werden, daß der Anlagenbestand unverändert bleibt. Wenn die Unternehmung aus wirtschaftlichen Gründen wächst oder schrumpft, so sind die Abschreibungen jeweils von einer neuen Basis aus zu ermitteln. Da die Abschreibungen nicht immer ausreichen, für die Wiederbeschaffung von Anlagen genügend Mittel im Unternehmen zurückzuhalten, versuchen vor allem amerikanische Betriebe - was für eine Gesamtbewertung bedeutsam werden kann - durch The-saurieren von Gewinnen die Wiederbeschaffung ihrer Anlagen zu sichern ⁴⁾.

4. Reparatur- und Unterhaltungsaufwand

Ausgaben für Reparaturen fallen ihrer Natur nach unregelmäßig an. Nach Hatfield, Sanders und Burton ⁵⁾ führen manche Betriebe auch die allgemeinen Wartungs- und Pflegearbeiten an den Produktionsanlagen

1) Hartmann, Bernhart: a.a.O., S. 191.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S.154.

3) Vgl. Grant, Eugene L. und Norton, Paul T.: a.a.O., S. 292 (Fußnote).

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 378 f.; Dobrovolsky, Sergei P.: Corporate Income Retention 1915 - 1943, New York 1951.

5) Vgl. Hatfield, Henry Rand, Sanders, Thomas Henry und Burton, Norman Lee: Accounting Principles and Practices, Boston 1940, S. 327.

nicht gleichmäßig durch. Wenn die Mittel dazu ausreichen, werden sie in Zeiten der Unterbeschäftigung nachgeholt, soweit sie während der Hochkonjunktur nicht für die Produktionsfortführung unbedingt erledigt werden mußten. Zugleich können auf diese Weise für die nächste Periode der Vollbeschäftigung manche Ausgaben vorweggenommen werden. Wenn nicht in der Erfolgsrechnung schon Vorsorge getroffen wurde, sind diese Ausgaben nach dem Prinzip der Verursachung neu zu verteilen ¹⁾.

Durch die Kriegswirkungen wurden viele Unternehmen gezwungen, Reparaturen und Unterhaltung ihrer Anlagen auf das notwendigste einzuschränken und so mit ihren Produktionseinrichtungen Raubbau zu treiben. Dieser Umstand wurde z.B. von der Fiskalverwaltung in Australien als steuerwirksam anerkannt und mußte in den Jahren nach dem Kriege auch für die Gesamtbewertung besonders beachtet werden ²⁾. Heute dürften die Folgen dieser "Aushungerung" überwunden sein. Dagegen muß der Prüfer sich versichern, ob nicht der Eigentümer der Unternehmung im Hinblick auf den Verkauf Ausgaben für Reparaturen und Unterhaltung gewaltsam zurückgedrängt hat, um der Unternehmung den Anschein einer hohen Ertragskraft zu geben ³⁾.

Vielleicht reichen zu dieser Analyse die vorgesehenen Vergleichsjahre nicht aus; die Untersuchung ist dann auch auf frühere Perioden auszudehnen ⁴⁾.

5. Der Einfluß der Kostenverteilung auf die Erfolgsgestaltung

Unter den erfolgsmindernden Positionen in der Gewinn- und Verlustrechnung des industriellen Betriebes besitzen die Kosten der betrieblichen Leistungserstellung das größte Gewicht. Ihre Verteilung kann das Gewinnbild merklich beeinflussen.

1) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 174; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 95.

2) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 95.

3) Vgl. Viel, Jakob: Die Ermittlung des Sach- und Ertragswertes bei der Unternehmungswertberechnung, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 7. Jahrgang, Stuttgart 1954, S. 367.

4) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 175.

Die in Einzelheiten stark voneinander abweichenden Verfahren der Kostenzurechnung faßt Sorter ¹⁾ in wenigen Grundsätzen zusammen: die gesamten Kosten innerhalb einer Rechnungsperiode werden auf die hergestellten Leistungen verteilt. Als Aufwand erscheinen in der Gewinn- und Verlustrechnung aber nur die variablen sowie anteiligen fixen Kosten der verkauften Erzeugnisse. Die variablen und anteiligen fixen Kosten der nicht verkauften Einheiten übernimmt die Bilanz ²⁾; die Kosten dieser Einheiten werden als Aufwand der Periode betrachtet, in der die Erzeugnisse abgesetzt werden können. Das folgende Beispiel soll die Wirkungen dieser Prinzipien erläutern ³⁾:

In einer Unternehmung fallen pro Rechnungsperiode 63 000 \$ fixe Kosten an; die variablen Kosten betragen 1 \$ für jede Erzeugniseinheit; der Verkaufspreis bleibt unverändert bei 1,90 \$.

Jahr 1

Erzeugung	100 000 Einheiten	
Verkauf	80 000 "	
Erlöse (80 000 · 1,90)		152 000 \$
Kosten der verkauften Einheiten		
a) variabel (80 000 · 1)		80 000 \$
b) fix (4/5 von 63 000)		50 400 \$
Betriebsgewinn Jahr 1		21 600 \$
		=====
Kosten der nicht verkauften Einheiten		
a) variabel (20 000 · 1)		20 000 \$
b) fix (1/5 von 63 000)		12 600 \$
		32 600 \$
		=====

1) Vgl. Sorter, George H.: Reported Income and Inventory Change, in: "The Journal of Business, Vol. 32, Chicago 1959, S. 47.

2) Vgl. Russell, W.G.A.: The Valuation of Stock and Work in Progress, London 1955, S. 21.

3) Vgl. Sorter, George H.: a.a.O., S. 48 ff.

Jahr 2

Erzeugung	90 000 Einheiten	
Verkauf	100 000 "	
Erlöse (100 000 · 1,90)		190 000 \$
Kosten der verkauften Einheiten		
a) variabel Jahr 2		
(80 000 · 1)	80 000 \$	
b) variabel Jahr 1		
(20 000 · 1)	20 000 \$	100 000 \$
c) fix Jahr 2		
(8/9 v. 63 000)	56 000 \$	
d) fix Jahr 1		
(1/5 v. 63 000)	12 600 \$	68 600 \$
Betriebsgewinn Jahr 2		21 400 \$
		=====
Kosten der nicht verkauften Einheiten		
a) variabel (10 000 · 1)		10 000 \$
b) fix (1/9 von 63 000)		7 000 \$
		17 000 \$
		=====

Der Betriebsgewinn des zweiten Jahres liegt um 200 \$ unter dem Ergebnis der Vorperiode, obwohl 20 000 Leistungseinheiten mehr verkauft worden sind. Bei der traditionellen Kostenverteilung wird der Gewinn von der Kapazitätsauslastung mitbestimmt, weil die fixen Kosten zu leistungsabhängigem Aufwand umgerechnet werden. Wenn die jeweilige Rechnungsperiode mit den gesamten Fixkosten voll belastet wird und die variablen Kosten anteilig zum Absatz in die Erfolgsrechnung fließen, bleiben die Gewinne von der Produktionsleistung im Rechnungszeitraum unabhängig:

Jahr 1

Erzeugung	100 000 Einheiten	
Verkauf	80 000 "	
Erlöse (80 000 · 1,90)		152 000 \$
Kosten der verkauften Einheiten		
a) variabel (80 000 · 1)	80 000 \$	
b) fix (100 % von 63 000)	63 000 \$	
		143 000 \$
Betriebsgewinn Jahr 1		9 000 \$
		=====
Kosten der nicht verkauften Einheiten		
a) variabel (20 000 · 1)	20 000 \$	
b) fix	-- \$	
		20 000 \$
		=====

Jahr 2

Erzeugung	90 000 Einheiten	
Verkauf	100 000 "	
Erlöse (100 000 · 1,90)		190 000 \$
Kosten der verkauften Einheiten		
a) variabel (100 000 · 1)	100 000 \$	
b) fix (100 % von 63 000)	63 000 \$	
		163 000 \$
Betriebsgewinn Jahr 2		27 000 \$
		=====
Kosten der nicht verkauften Einheiten		
a) variabel (10 000 · 1)	10 000 \$	
b) fix	-- \$	
		10 000 \$
		=====

Übernimmt jede Rechnungsperiode ihre Fixkosten voll, wird der Gewinn eine Funktion der Verkaufsleistung; jede abgesetzte Einheit erhöht den Gesamterfolg, ceteris paribus, um die Differenz von Stückerlös und variablen Stückkosten. Mehrung oder Minderung der Lagerbestände beeinflußt jetzt nicht mehr die Gewinnermittlung.

Zwar hat diese Rechnungsweise keine Aussicht, für die Bilanzierung anerkannt zu werden - das American Institute of Accountants lehnt sie

ausdrücklich ab ¹⁾ - jedoch wird sie nach Sorter ²⁾ von manchen Autoren für interne Zwecke, vor allem Investitionsuntersuchungen befürwortet. Dagegen ist aber zu bedenken, daß gerade durch die Zurechnung der vollen Fixkosten auf die jeweilige Rechnungsperiode die Erfolge starke Schwankungen aufweisen können. So ist diese Rechenmethode besonders bei der Bewertung von Betrieben mit langfristiger Einzelfertigung, etwa Schiffsbau und Schwermaschinenbau, nicht vertretbar.

6. Unternehmerlohn

Nach Seed ³⁾ müssen alle Arbeitsleistungen in einer Unternehmung, also auch die Leistung des Eigentümers, im Aufwand berücksichtigt werden. Anglo-amerikanische ⁴⁾ und deutsche ⁵⁾ Autoren stimmen darin überein, vom Erfolg, bevor er kapitalisiert wird, einen Unternehmerlohn abzusetzen.

Schon Dicksee ⁶⁾ weist auf die Strukturunterschiede im Gewinn von Kapitalgesellschaften sowie Einzelunternehmen und Personengesellschaften hin. Kapitalgesellschaften zahlen ihren Direktoren ein Gehalt, während für die persönliche Leistung des Einzelunternehmers oder Gesellschafters einer Personengesellschaft gewöhnlich kein Aufwand verrechnet wird ⁷⁾. Bei der Bewertung einer Kapitalgesellschaft sind da-

1) Vgl. American Institute of Accountants: Accounting Research Bulletin Nr. 43, New York 1953, S. 29.

2) Vgl. Sorter, George, H.: a.a.O., S. 51.

3) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 108.

4) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 108; Cutforth, Arthur E., a.a.O., S. 173; Campbell, W.G.: a.a.O., S. 360; Hamilton-Baynes, T.A.: Valuation of Holdings in Private Limited Companies for probate Purposes, in: "The Accountant", Vol. 125, London 1951, S. 423; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 89.

5) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 41; Berger, Kurt: a.a.O., S. 301; Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 38; Hagest, Karl: a.a.O., S. 196; Husemann, Heinrich: a.a.O., S. 138; Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 192; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1065; Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 95 ff.

6) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 79 ff.

7) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 485 f.

her Aufwendungen für die Unternehmerfunktion im Erfolg schon berücksichtigt und nur noch auf ihre Angemessenheit hin zu untersuchen. Bei der Bewertung von Einzelunternehmen und vielleicht auch Personengesellschaften müssen Beträge für diesen Zweck vom Vergleichserfolg besonders abgesetzt werden. Die anglo-amerikanische Literatur bietet zu diesem Problem keine erschöpfende Darstellung. Cutforth ¹⁾ begnügt sich mit dem Hinweis, die Vergütung habe der Leistung des Unternehmers zu entsprechen. Adamson ²⁾ überläßt es dem Prüfer, einen vertretbaren Unternehmerlohn festzusetzen.

In Deutschland sind während des letzten Krieges Verfahren zur Ermittlung eines objektiven Leistungsentgeltes entwickelt worden ³⁾. Viel ⁴⁾ schlägt vor, die Tätigkeit des Unternehmers nach der Entschädigung für eine qualifizierte Drittperson zu bewerten.

Gewöhnlich werden sich die Vorstellungen über eine angemessene Entlohnung bei Käufer und Verkäufer einer Unternehmung nicht decken, weil jeder von dem Ertrag ausgeht, den ihm seine persönliche Arbeitsleistung in anderweitiger Verwendung einbringen würde. Wenn aber eine tüchtige Unternehmensleitung aus dem Betrieb überdurchschnittliche Gewinne herausholt, kann nicht immer der normale Lohn eines Angestellten in ähnlicher Stellung zum Vergleich herangezogen werden ⁵⁾, denn handelt es sich um den Verkauf einer Einzelunternehmung, werden nach dem Ausscheiden des Eigentümers die Erfolge möglicherweise fallen. Außerdem wird ein besonders fähiger Betriebsleiter nicht mit einer durchschnittlichen Vergütung einverstanden sein.

7. Zinsen für Fremdkapital

Ähnlich, wie Löhne und Materialkosten spezielle Leistungen entgelten, sind Zinsen für Fremdkapital als Vergütung für den Beitrag der Darlehensgläubiger und sonstigen Fremdkapitalgeber zum Gesamterfolg auf-

1) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 173.

2) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 89.

3) Vgl. Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 192.

4) Vgl. Viel, Jakob: Die Ermittlung des Sach- und Ertragswertes bei der Unternehmungswertberechnung, a.a.O., S. 367.

5) Vgl. May, George O.: Financial Accounting, a.a.O., S. 106.

zufassen. Würde dagegen die Unternehmung als einheitliche Erfolgsquelle für alle diejenigen bewertet, die dem Unternehmen Eigen- und Fremdkapital zur Verfügung gestellt haben, so müßten Zinsen für Fremdkapital dem Ergebnis zugerechnet werden, weil sie ebenso erwirtschaftet wurden wie die Erträge des Eigenkapitals ¹⁾.

Unter den anglo-amerikanischen Autoren entscheidet Paton ²⁾ sich für eine Bewertung des Gesamtkapitals. Den Wert des Eigenkapitals zu bestimmen, hält er für unbefriedigend, weil weder der Gesamtwert von der Art der Finanzierungsquellen beeinflußt werde, noch die Produktionsbedingungen und die Marktstellung verbessert würden, wenn ein Teil des Kapitals von Darlehnsgläubigern bereitgestellt werde ³⁾.

Dem Gesamtwert, wie Paton ihn ermittelt, entspricht in der deutschen Literatur der für Mellerowicz "einzig mögliche Standpunkt zu diesem Problem", nämlich "der der Unternehmung" ⁴⁾. Darum rechnet Mellerowicz Fremdkapitalzinsen zum Erfolg. Auch für Lackmann liegt deshalb "die Notwendigkeit der Einbeziehung dieser Beträge auf der Hand" ⁵⁾.

Üblicherweise soll jedoch der Wert des Eigenkapitals Ergebnis des Bewertungsvorganges sein. Das im Bewertungszeitpunkt vorhandene Fremdkapital muß deshalb eliminiert werden. Adamson ⁶⁾ schaltet es aus, indem er die Gesamterfolge um die Fremdkapitalzinsen kürzt. Diese Rechnung ist aber nur dann richtig, wenn für die Zukunft keine Ände-

1) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.C., S. 472.

2) Vgl. ebenda, S. 423.

3) Vgl. ebenda, S. 423 f.

4) Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 59.

5) Lackmann, Fritz: Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1955, S. 44. Diese Schrift ist ein wenig veränderter Nachdruck der Dissertation desselben Verfassers: Kritische Untersuchung der Theorien der Bewertung der Unternehmung als Ganzes, Berlin 1954; im folgenden wird nur die im Buchhandel erschienene Schrift zitiert.

6) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 165; ähnlich auch Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, a.a.O., Bd. 2, S. 515 und Principles of Accounting, 4. Auflage, 7. Neudruck, New York 1946, S. 384; Frank, Vivian H.: Company Accounts, 2. Auflage, London 1952, S. 18; Pickless, William und Dunkerly, G.W.: Accountancy, 2. Auflage, London 1954, S. 852.

rungen des Fremdkapitalanteils oder der Fremdkapitalzinsen erwartet werden ¹⁾. Auch deutsche Autoren ermitteln häufig nach dieser Methode den Eigenkapitalwert der Unternehmung ²⁾. Husemann ³⁾ dagegen gelangt zum Wert des Eigenkapitals, indem er vom Erfolgswert des Gesamtkapitals den Nominalbetrag der Schulden abzieht. Wie Busse von Colbe ⁴⁾ mit folgendem Beispiel zeigt, führen beide Rechnungen zu verschiedenen Resultaten, wenn der Fremdkapitalzins geringer ist, als der Kapitalisierungszinsfuß des Betriebseigners:

Bruttoerfolge einschließlich Fremdkapitalzinsen	1 000 GE
verzinsliches Fremdkapital	5 000 GE
durchschnittlicher Fremdkapitalzinsfuß	7 %
Kapitalisierungszinsfuß des Betriebseigners	8 %

a) Bruttoerfolg	1 000 GE	
kapitalisiert mit 8 %		12 500 GE
Verzinsung des Fremdkapitals mit 7 %	./. 350 GE	
Nettoerfolg	650 GE	
kapitalisiert mit 8 %		
= Zukunftserfolgswert des Eigenkapitals		8 125 GE
		=====

b) Bruttoerfolg	1 000 GE	
kapitalisiert mit 8 %		12 500 GE
Nominalwert des verzinslichen Fremdkapitals	./. 5 000 GE	
Zukunftserfolgswert des Eigenkapitals		7 500 GE
		=====

1) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 72 f und S. 101.

2) Vgl. z.B. Liebermann, Benedykt: Der Ertragswert der Unternehmung, Diss. Frankfurt a.M. 1923, S. 60; Reuther, Waldemar: Der Kapitalisierungszinsfuß in der Ertragswertberechnung der Unternehmung, Diss. Gießen 1933, S. 18; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1065.

3) Vgl. Husemann, Heinrich, a.a.O., S. 138.

4) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 101.

Bei der ersten Rechnung wird ein höherer Eigenkapitalwert errechnet, "weil der durch die Verwendung des Fremdkapitals über dessen Verzinsung hinaus erzielte Gewinn im Gegensatz zur zweiten Methode dem Eigenkapital zugerechnet wird" ¹⁾.

d) Die Entwicklung der Zukunftserfolge

1. Die Dauer der Zukunftserfolge

Käufer und Verkäufer gehen gewöhnlich davon aus, die Unternehmung besitze eine Lebensdauer, die man für Bewertungszwecke grob als "ewig" ansehen kann ²⁾.

Heimfallunternehmen und Substanzabbaubetriebe sind hierbei ausgenommen. Dennoch muß der Bewertende die Vergangenheitserfolge auf Ertragsteile prüfen, die nur für eine befristete Reihe von Jahren zu erwarten sind. Dazu zählen u.a. Lizenzentnahmen für die Übertragung von Patenten und Handelsmarken.

Die "Cluett, Peabody & Co., Inc." besaß Patente auf ein Herstellungsverfahren für Textilien, die beim Waschen nicht einlaufen. (Sanforisierte Stoffe). In den Jahren 1943 bis 1949 erzielte die Unternehmung weit mehr als die Hälfte ihrer Einnahmen aus Lizenzgebühren für das an andere Betriebe überlassene Verfahren. Mit Ablauf der Schutzfrist der Patente in den Vereinigten Staaten, im Mai 1949, war die Cluett, Peabody & Co., Inc. gezwungen, auf einen Teil dieser Erträge zu verzichten. Der unbesteuerte Netto-Gewinn der "Sanfor-Abteilung" fiel von 5 500 000 \$ im Jahre 1948 auf 1 800 000 \$ in der Zeit bis Juni 1950.

Auch die Geschichte der "Security Banknote Company" für die Jahre 1946 bis 1951 liefert ein ähnlich lehrreiches Beispiel ³⁾. Anfang 1948 hatte die Gesellschaft ihr Kapital erhöht und bemühte sich, diese Aktien der Öffentlichkeit zu verkaufen. Im Prospekt wurde der Rein-

1) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 102.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 259.

3) Die Beispiele sind entnommen aus Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 416 f.

gewinn für 1946 mit 2 517 000 \$ angegeben. Während 1947 die Erfolge zwar geringer, aber immer noch sehr befriedigend ausfielen, wurden für 1948 auf Grund des laufenden Umsatzes gleiche oder vielleicht sogar höhere Erfolge als 1946 erwartet. Das Unternehmen bezeichnete sich als erfolgreich und expansiv; es besaß viele Abnehmer. Der sorgfältige Prüfer hätte indessen herausfinden können, daß die Gesellschaft den überwiegenden Teil ihrer Erfolge aus einem einzelnen Vertrag erzielte. Die "Security Banknote Company" druckte die von der chinesischen National-Regierung benötigte Flut von Papiergeld. Das erwies sich weder als dauerhafte noch zuverlässige Grundlage der Ertragskraft. Statt die versprochenen beispiellosen Erfolge zu bringen, warf das Unternehmen in der zweiten Hälfte des Jahres 1948 fast keine Gewinne mehr ab und wies 1949 einen Verlust aus.

Der Bewertende wird alle zeitlich begrenzten Erfolgsteile aus dem Gewinn eliminieren und gesondert mit ihrem Barwert erfassen. Nur der Resterfolg besitzt eine Wirksamkeit, die es erlaubt, ihn nach der Formel der ewigen Rente zu kapitalisieren. Aber auch dann steht die Nachhaltigkeit der Erfolge keineswegs fest.

Vor dem ersten Weltkrieg besaß Chile ein Weltmonopol für Salpeter, der seinerzeit fast der einzige Rohstoff zur Erzeugung von Stickstoffverbindungen war. Diese Vormachtstellung wurde mit der Entwicklung synthetischer Verfahren zur Bindung von Luftstickstoff, nach Haber-Bosch, gebrochen, vor allem als nach dem Kriege die deutschen Patente auf die Alliierten übergingen und in verschiedenen Erdteilen Stickstoff-Fabriken errichtet wurden ¹⁾.

Die Ergebnisse der Vergangenheit mögen mit äußerster Sorgfalt von zeitlich begrenzten Erfolgsteilen bereinigt sein, trotzdem bleibt die Kapitalisierung zukünftiger Erfolge als "ewige" Rente eine Fiktion. Dennoch ist es sinnvoll, mit dieser Fiktion zu arbeiten, weil der Gesamtwert vor allem von den Erfolgen der ersten Jahrzehnte bestimmt wird. Je weiter die einzelnen Gewinne in der Zukunft liegen, um so geringer wiegt infolge der Diskontwirkung des Zinses ihr Gegenwarts-

1) Das Beispiel ist entnommen aus Angell, Montgomery Boynton: a.a.O., S. 36.

wert ¹⁾. Wirft ein Betrieb Überschüsse in Höhe von 10 000 GE. ab, so erreicht er bei einem Kapitalisierungszins von 10 % den Gesamtwert von 100 000 GE. Aber selbst wenn die Gewinne nur 20 Jahre lang fließen sollten, so beträgt ihr Barwert schon 85 136 GE., das heißt nach 20 Jahren hat der Käufer dieses Unternehmens bereits über 85 % des möglichen Gesamtwertes realisiert. "Schätzt man die Lebensdauer eines Betriebes auf länger als 30 Jahre, dann zieht man bei einem Kapitalisierungszinsfuß von 8 % oder einem höheren Satz die einfache Kapitalisierungsformel für Betriebe von unbeschränkter Dauer vor und erspart sich auf diese Weise eine genaue Schätzung der Gesamtdauer und des Liquidationserlöses des Betriebes" ²⁾.

2. Der Einfluß von Kapitalhöhe und Kapitalstruktur auf die Erfolge Irish ³⁾ äußert sich zum Problem der Gewinnbeeinflussung durch Kapitalhöhe und Kapitalstruktur einleitend folgendermaßen: Wird in einer Unternehmung das Kapital erhöht oder vermindert, so ändert sich gewöhnlich auch der Betriebserfolg. Wenn am Bewertungsstichtag ein höheres Kapital arbeitet, als im Durchschnitt der vergangenen Jahre, so kann der Prüfer für die Zukunft einen Gewinnzuwachs erwarten, so weit die Erfolge vom Kapitaleinsatz abhängen. Die einfache Durchschnittsrechnung ist dann durch eine relative Durchschnittsrechnung zu ersetzen, bei der die Gewinne in Beziehung zur Kapitalhöhe stehen.

In Deutschland empfiehlt Schmalenbach ⁴⁾ bei kapitalabhängigen Gewinnen die relative Durchschnittsrechnung. Seine Auffassung findet bei

-
- 1) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 227. Leake Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, a.a.O., S. 27 und 4. Auflage, a.a.O., S. 26; Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 38; Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 49.
 - 2) Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 75.
 - 3) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing Theory and Practice, a.a.O., S. 345 f.
 - 4) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 46 f.

Münstermann ¹⁾ und, mit Einschränkungen, auch bei Käfer ²⁾ Unterstützung.

Der Unternehmenseigner kann gezwungen sein, dem Unternehmen neue Mittel zuzuführen, um die Erfolge zu halten oder zu steigern ³⁾. Der Barwert dieser Zuzahlungen ist vom Zukunftserfolgswert abzusetzen, soweit der Bewertende die von ihnen zu erwartende Ertragssteigerung veranschlagt hat ⁴⁾.

Für die Bewertung des Eigenkapitals ist es nicht gleichgültig, aus welchen Quellen die Unternehmung ihren Finanzbedarf bestreitet. Es kann sich als vorteilhaft erweisen, nicht nur einen zukünftigen Kapitalbedarf durch Fremdkapital zu decken, sondern auch Teile des vorhandenen Eigenkapitals gegen Fremdkapital auszutauschen, bis jene Kapitalstruktur gefunden ist, die dem Unternehmenseigner maximalen Nutzen bringt. Vom Standpunkt finanzieller Sicherheit bietet sich die reine Eigenfinanzierung als beste Kapitalstruktur an. Wer allein nach diesem Kriterium urteilt, muß es für falsch halten, wenn eine Unternehmung Fremdkapital aufnimmt. Er übersieht aber die Vorteile für den Eigentümer der Unternehmung, die ihm Fremdkapital mit niedriger Verzinsung in seinem Betrieb erarbeitet ⁵⁾.

Zwei Gesellschaften A und B sollen auf ihr Eigenkapital in Höhe von je 1 000 000 \$ Erfolge von 100 000 \$ erzielen. Die Verzinsung des Eigenkapitals beträgt damit 10 %. Es erweist sich als notwendig, das Kapital in beiden Unternehmen um 500 000 \$ zu erhöhen. Die jetzt gestiegenen Gewinne verzinsen auch das Gesamtkapital von 1 500 000 \$ mit 10 %. Gesellschaft A deckt ihren Kapitalbedarf durch eine mit 5 %

1) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217 und der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 79.

2) Vgl. Käfer, Karl: Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: "Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung", Festgabe für Otto Juzi, Zürich 1946, S. 75.

3) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 164; Terborgh, Georges: Business Investment Policy, a.a.O., S. 11; Coutts, Donald W.: The Cost Aspects of raising Productivity, in: "The Cost Accountant", Vol. 36, London 1958, S. 305.

4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 262.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 207.

zu verzinsende Anleihe, während Gesellschaft B das Eigenkapital erhöht.

Damit ändert sich in den Betrieben der Ertrag des Eigenkapitals:

	<u>Gesellschaft A</u>	<u>Gesellschaft B</u>
Eigenkapital	1 000 000 \$	1 500 000 \$
Fremdkapital	500 000 \$	
Gesamtkapital	1 500 000 \$	1 500 000 \$
Gesamterfolg 10 %	150 000 \$	150 000 \$
Zinsaufwand 5 %		
von 500 000 \$	./.	
	25 000 \$	
Eigenkapitalerfolg	125 000 \$	150 000 \$
Rendite des Eigenkapitals	12,5 %	10 %
	=====	=====

Wenn die Erfolge des ursprünglich investierten Eigenkapitals in beiden Unternehmungen mit einem Zinsfuß von 10 % kapitalisiert werden können, so liefert die Gesellschaft A dafür einen Kapitalwert von 1 250 000 \$, während bei B nur 1 000 000 \$ errechnet werden. Diese Abweichungen rühren allein von der unterschiedlichen Kapitalstruktur her; denn zu einem niedrigen Zinssatz aufgenommene Fremdmittel steigern den Ertrag des Restkapitals zugunsten des Eigentümers ¹⁾. Angenommen, mit der Aufnahme eines Darlehens steigt zwar die Rendite des Eigenkapitals, sonstige Faktoren aber verändern sich nicht, so erzielt der Unternehmenseigner den maximalen Gewinn bei einer möglichst hohen Finanzierung mit Fremdkapital; mit Eigenkapital zu arbeiten ist dann ein teurerer Fehler ²⁾. In Wirklichkeit berücksichtigt aber der Käufer, daß in schlechten Jahren die Fremdkapitalzinsen den Ertrag des Eigenkapitals aufzehren. Fällt in unserem Beispiel für beide Unternehmen der Gewinn auf ein Drittel seiner Höhe zurück, so verzinst

- 1) Vgl. Robnett, Ronald H., Hill, Thomas M. und Beckett, John A.: Accounting; A Management Approach, Homewood, Ill. 1955, S. 231.
- 2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 464 f.

Gesellschaft A ihr Eigenkapital mit 2,5 %, Gesellschaft B dagegen erzielt noch eine Rendite von 3,33 % auf die gesamte Investition. Der Zukunftserfolgswert des Eigenkapitals wächst deshalb nicht proportional mit dem Anteil des Fremdkapitals; das Risiko steigt ebenfalls und setzt dem Gesamtwert eine Grenze ¹⁾. Auch Neubert ²⁾ und Busse von Colbe ³⁾ weisen auf diesen Einfluß der Fremdfinanzierung hin. Dennoch wirkt sich ein maßvoller Fremdkapitalanteil für die Eigenkapitalverzinsung günstig aus. Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Rendite können bei erweiterter Fremdkapitalfinanzierung in angemessen rentable Objekte verwandelt werden ⁴⁾.

Weiterhin mindern Zinsen für Fremdkapital als Aufwand den steuerlichen Gewinn. Die Steuerlast sinkt darum mit zunehmendem Fremdkapitalanteil ⁵⁾. Dieser Faktor wurde in unserem Beispiel noch nicht berücksichtigt. Er setzt die tatsächliche Belastung durch die festen Zinszahlungen um 40 % oder mehr herab ⁶⁾.

Wenn man mit Graham und Dodd ⁷⁾ eine $8 \frac{1}{3}$ %ige Verzinsung des Eigenkapitals nach Abzug der öffentlichen Abgaben für normal hält, so sind bei einem Steuersatz von 40 % brutto rund 14 % Gewinn auf das Eigenkapital zu erwirtschaften. Viele gesunde, gut geleitete Betriebe werfen diesen Betrag nicht ab, sie sind "unter-rentabel" (subprofitable). Wenn aber der Unternehmer die Kapitalstruktur verbessert, kann er den Wert seiner Investition steigern ⁸⁾. Es ist schwierig, für diese Gedanken praktische Beispiele zu finden, in denen alle Größen bis auf die Kapitalstruktur übereinstimmen. Graham und Dodd ⁹⁾ vergleichen zwei Unternehmen der Energieversorgung.

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 466.

2) Vgl. Neubert, Helmut, a.a.O., S. 68.

3) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 104.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 470 f.

5) Vgl. Terborgh, George: Business Investment Policy, a.a.O., S. 10.

6) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 470.

7) Vgl. ebenda.

8) Vgl. Atkinson, Sterling K.: a.a.O., S. 77.

9) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 471 ff.

"Consolidated Natural Gas", eine Tochter der "Standard Oil Company" in New Jersey, erzeugt und kauft Gas, leitet es weiter und verkauft es an etwa eine Million Abnehmer. "Transcontinental Gas Pipeline" wurde 1946 gegründet, mit dem Ziel, von Vertragslieferanten Gas zu kaufen, in den Bereich der Stadt New York zu leiten und dort an bestimmte Betriebe zu veräußern. Ihre Anlagen befinden sich zur Zeit der Untersuchung noch im Bau.

Die Unternehmen zeigen folgende Kapitalstruktur ¹⁾:

	<u>Consolidated Natural Gas Co.</u>	<u>Transcontinental Gas Pipeline Co.</u>
Obligationen	30 400 000 \$	143 000 000 \$
Wandelanleihen		26 500 000 \$
Aktienkapital		
Buchwert	<u>190 000 000 \$</u>	<u>31 400 000 \$</u>
Gesamtkapital zum		
Buchwert	<u>220 400 000 \$</u>	<u>200 900 000 \$</u>
	=====	=====
Börsenkurswert des		
Aktienkapitals,		
Dez. 1949	<u>142 000 000 \$</u>	<u>67 100 000 \$</u>
	=====	=====

Während die "Consolidated Natural Gas Co." ihr Gesamtkapital zu etwa 14 % aus Obligationen und 86 % aus Aktien zusammensetzt, ist das Verhältnis bei der "Transcontinental Gas Pipeline Co." beinahe umgekehrt, nämlich rund 85 % Obligationenkapital und 15 % Aktienkapital.

Das nächste Schema erläutert die Auswirkungen dieser Finanzstruktur auf die Kapitalverzinsung.

1) Vgl. ebenda, S. 473. (Das Beispiel wurde für diese Darstellung gekürzt).

	Consolidated Natural Gas Co.	Transcontinental Gas Pipeline Co.
	Tatsächliche Werte für 1949	Erwartete Werte für das erste Rechnungsjahr
Gesamt-Erfolge	12 582 000 \$	11 490 000 \$
Zinsen und Vorzugsdividenden	837 000 \$	6 780 000 \$
Dividenden auf das Aktienkapital	11 745 000 \$	4 710 000 \$
Verzinsung des Aktienkapitals		
a) zum Buchwert	6,2 %	15 %
b) zum Börsenkurswert	8,2 %	7 %

Graham und Dodd ¹⁾ führen den hohen Börsenkurswert der Aktien von "Transcontinental Gas Pipeline Co." auf die erwartete 15 %ige Verzinsung des Eigenkapitals zurück. Die konservative Kapitalstruktur bei der "Consolidated Natural Gas Co." dagegen ließ die Verzinsung des Aktienkapitals 1949 nicht über 6,2 % der Buchwerte steigen, und zeigte auch in früheren Jahren keine besonderen Abweichungen von diesem Wert. Dieser Satz war unbefriedigend, die Aktien dieser Gesellschaft wurden in den Jahren 1947 bis 1950 unter pari gehandelt.

Im Gegensatz zu Graham und Dodd, sowie Robnett, Hill und Beckett lehnt es Paton ab, das Eigenkapital durch Änderung der Finanzstruktur rentabler zu machen: "Große Obligationen zu emittieren bedeutet, sich auf eine bedenkliche monetäre Spekulation einzulassen" ²⁾. Zudem hält Paton ³⁾ es für erwiesen, daß der Einfluß der Finanzstruktur auf die Rentabilität des Eigenkapitals weder die manchmal behaupteten Ausmaße annimmt, noch Vorteile für längere Zeit bringt. Graham und Dodd ⁴⁾ räumen ein, daß die "Transcontinental Gas Pipeline Co." sich

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 473.

2) Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 738: "Emitting a large issue of bonds is equivalent to engaging in a serious speculation in money".

3) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 424.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 474 und S. 469.

in ihrer Kapitalzusammensetzung ein übermäßiges Risiko aufgeladen hat. Wer jedoch die Fremdfinanzierung unterschiedlos verwirft, begründet nach ihrer Meinung keine ernstzunehmende Finanzierungsregel, sondern denkt schematisch. Bei angemessener Beschäftigung von Fremdkapital wird eine Unternehmung durch Erfolgsschwankungen nur unwesentlich mehr gefährdet als der allein mit Eigenkapital arbeitende Betrieb. Zudem steht der Verlustgefahr die Chance eines erhöhten Gewinnes gegenüber ¹⁾.

Die Zusammensetzung des Gesamtkapitals läßt sich aber nicht nach allgemeinen Regeln entscheiden, sondern wird von der Stabilität der Zukunftserfolge bestimmt. "Folglich ist das erste Kriterium einer gesunden Anleihe nicht die Bilanz, sondern die Erfolgsrechnung der letzten Jahre und eine kaufmännische Wertung zukünftiger Wagnisse" ²⁾.

Jede Unternehmung muß ihre eigene optimale Kapitalstruktur finden. Sie ist erreicht, wenn die Auswahl unter den verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten zu einem Gleichgewicht zwischen Verzinsung des Eigenkapitals und Sicherheit der Unternehmung führt ³⁾. Dieser Zusammenhang wird nicht erkannt, wenn Autoren die Finanzstruktur als subjektive Entscheidung abtun und so dem Problem ausweichen ⁴⁾. Für den Käufer einer Obligation ist die Sicherheit der Unternehmung nicht weniger wichtig als für den kapitalsuchenden Unternehmer ⁵⁾. Somit kann die vertretbare Höhe einer Anleihe vom Standpunkt eines kritischen Darlehnsgebers aus bestimmt werden. Für den durchschnittlichen Industriebetrieb wird der Fremdanteil mit etwa einem Drittel des Gesamtkapitals angesetzt werden können, nur in seltenen Fällen erreicht er die Hälfte dieses Betrages ⁶⁾.

1) Vgl. ebenda, S. 466.

2) Ebenda, S. 469: "Thus the primary criterion of sound borrowing is not the balance sheet but the income account over a number of years past and a business-like appraisal of the hazards of the future."

3) Vgl. Robnett, Ronald H., Hill, Thomas M. und Beckett, John A.: a.a.O., S. 231.

4) Vgl. z.B. Stocker, Max: Die Gesamtbewertung industrieller Unternehmungen. Problematik und praktische Durchführung, Diss. Tübingen 1957, S. 60.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 469.

6) Vgl. ebenda, S. 470.

In der deutschen Literatur beschäftigt sich vor allem Kolbe ¹⁾ mit dem Problem der Kapitalstruktur. Nach seiner Meinung darf der Fremdkapitalanteil nicht zu einer Werterhöhung des Eigenkapitals führen, weil eine Unternehmung mit gemischtem Finanzaufbau nicht einer Unternehmung mit reiner Eigenkapitalfinanzierung überlegen sein kann ²⁾.

Um die Unterschiede in den Finanzierungsarten auszuschalten, errechnet er ein Normalverhältnis von Eigen- und Fremdkapital auf der Grundlage der Reproduktionswerte des Sachvermögens ³⁾.

Dagegen weist Busse von Colbe ⁴⁾ in Übereinstimmung mit Graham und Dodd sowie Robnett, Hill und Beckett darauf hin, daß mit dem Fremdkapital Risiken verbunden sind, die das anfängliche Steigen des Eigenkapitalwertes begrenzen oder sogar umkehren können. Zudem besitzt ein Normalverhältnis von Eigen- und Fremdkapital im praktischen Bewertungsfall keine Bedeutung. Die Gegebenheiten der Unternehmung müssen in die Rechnung aufgenommen werden, nicht aber schematische Größen ⁵⁾. Weiterhin kann Kolbe aus den Reproduktionskosten des Sachvermögens nicht das angemessene Fremdkapital errechnen; nur die zukünftigen Erträge geben Auskunft, welchen Anteil der Prüfer für sein Bewertungsobjekt als normal ansehen kann; die Substanz allein garantiert keine Zukunftserfolge und bietet dem Unternehmer keine Sicherheit. Schnettler ⁶⁾ will das von Kolbe ermittelte Normalverhältnis für Eigenkapital und Fremdkapital nur dann der Bewertung zugrunde legen, wenn zu erwarten ist, daß es in Zukunft die tatsächliche Kapitalstruktur ersetzen wird.

Die Wirkungen der verschiedenen Finanzierungsquellen werden häufig nicht verstanden oder unterschätzt. Die "optimale Kapitalstruktur" zeigt sich als nützliches und wichtiges Werkzeug für die Unternehmens-

1) Vgl. Kolbe, Kurt: a.a.O., S. 51 ff., 1. Auflage.

2) Vgl. ebenda, S. 52, ähnlich 2. Auflage, Düsseldorf 1959, S. 84.

3) Vgl. Kolbe, Kurt, a.a.O., S. 52 f., 1. Auflage.

4) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 104; Mellerowicz, Konrad: Die Bewertung von Unternehmungen als Ganzes, a.a.O., S. 9.

5) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 104.

6) Vgl. Schnettler, Albert: Betriebsanalyse, a.a.O., S. 36.

finanzierung. Sie verdient mehr Beachtung als ihr bisher von Sachverständigen, Investoren und Unternehmern gegeben wurde ¹⁾.

3. Steuerbelastungen

Der Käufer einer Unternehmung ist an den zukünftigen Gewinnen interessiert. Er kann aber nicht die gesamten Zukunftserfolge erwarten, weil der Staat an ihnen beteiligt ist und seinen Anteil in Form von Steuern einfordert.

Durch getrennte Kapitalisierung der in Zukunft zu zahlenden Steuern und der danach verbleibenden Restgewinne läßt sich der Gesamtwert der Unternehmung nach dem Anteil des Staates und dem des Eigners aufspalten. Je höher die Steuerlasten, um so mehr wächst der dem Fiskus zufallende Teil des Unternehmungswertes auf Kosten des privaten Eigentümers ²⁾.

"Wenn man also die Erfolge abzugrenzen sucht, um den Marktwert der Unternehmung bestimmen zu können, darf man darauf drängen, den Kapitalwert der von der Unternehmung zu zahlenden Steuern vom Gesamtwert abzurechnen, weil dieser Teil nicht Gegenstand eines Kaufvertrages zwischen privaten Parteien sein kann" ³⁾.

Die Mehrzahl anglo-amerikanischer Autoren vertritt nachdrücklich den Standpunkt, daß dem privaten Kapitalgeber nur jene Erfolgsteile Nutzen bringen, die nach Abzug aller Belastungen zu seiner Verwendung bleiben.

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 464.

2) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S.30.

3) Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 424: "In measuring income for the purpose of finding the market value of the enterprise, however, it may be urged that the value of the entity as a producer of taxes should be ignored, as this element is not subject to purchase by private parties." In einer früheren Arbeit hatte sich Paton gegen die Berücksichtigung von Steuern gewandt. (Paton, William Andrew: Valuation of the Business Enterprise, a.a.O., S. 29). Seine Auffassung wurde u.a. von Broad angegriffen. (Broad, S.J.: Comments on Professor Paton's Paper, in: "The Accounting Review", Vol. 11, Chicago 1936, S. 32).

"Ein Investor muß stets die Steuerwirkungen jeglicher geplanter Transaktionen berücksichtigen. Sein Ziel ist das nutzbringende Einkommen. Nicht das erhaltene Einkommen, sondern das zum Verbrauch verfügbare Einkommen zählt als der gekaufte Wert" ¹⁾.

So, wie die Vorteile verschiedener Kapitalanlagen beachtet werden, müssen auch die Nachteile in die Berechnung eingehen ²⁾.

Cutforth ³⁾ und Whitton ⁴⁾ allerdings wollen nur die Körperschaftsteuer im Gewinn beachten, die Belastung im privaten Bereich dagegen unberücksichtigt lassen. Leake ⁵⁾ aber betrachtet zukünftige Steuern als eine Verpflichtung, die der Käufer dem bisherigen Unternehmenseigner abnimmt. Sie hat deshalb den Gesamtwert zu mindern ⁶⁾. Während aber der Verkäufer im Augenblick des Vertragsabschlusses von seinen Pflichten befreit wird, übernimmt der Käufer Risiken, infolge möglicher Steuererhöhungen in der Zukunft. Diese Erfolgsgefährdung muß zusätzlich berücksichtigt werden ⁷⁾. Die Gewinne von Kapitalgesellschaften um Körperschaftsteuern zu mindern, ist meist nicht schwierig, da allgemein ein fester Prozentsatz abzurechnen ist. In den Vereinigten Staaten von Nordamerika waren im Jahre 1949 lediglich Gewinne bis 49 999,99 \$ progressiv mit 21 % bis 38 % zu versteuern. Für höhere Ergebnisse galt bei einfachen Gewinnen ein einheitlicher Satz von 38 %

-
- 1) Lyon, Hastings: a.a.O., S. 542: "An investor needs always to consider the tax position of any contemplated commitment. He seeks beneficial income; not the income received, but the income available for enjoyment counts as the value he buys." Vgl. auch Broad, S.J.: a.a.O., S. 32; Lasser, J.K.: Business Executive's Guide, New York 1945, S. 55 ff. und Lasser, J.K.: How to buy and sell a Business, in: Lasser, J.K.: "Business Management Handbook", New York 1952, S. 212 ff.; Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 18; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 105; Read, M.R.: a.a.O., S. 381; Irish, Ronald, A.: Auditing, a.a.O., S. 447 f.
 - 2) Vgl. Badger, Ralph Eastman: a.a.O., S. 765; Irish, Ronald A.: Auditing Theory and Practice, a.a.O., S. 337; Terborgh, George: Business Investment Policy, a.a.O., S. 10.
 - 3) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 179.
 - 4) Vgl. Whitton, James: a.a.O., S. 124.
 - 5) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 35.
 - 6) Vgl. Twentieth Century Fund, Inc.: Facing the Tax Problem, New York 1937, S. 239.
 - 7) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 428.

oder bei konsolidierten Gewinnen ein Satz von 40 % ¹⁾. Diese Differenzierung ist als Maßnahme gegen Holdinggesellschaften zu werten ²⁾. Steigende Steuersätze höhlen allerdings in der Nachkriegszeit die privatwirtschaftlichen Erfolge zunehmend aus ³⁾:

<u>Jahr</u>	<u>einfache Gewinne</u>	<u>konsolidierte Gewinne</u>
1946 - 1949	38 %	40 %
1950	42 %	44 %
1951	45 %	47 %
1954 ⁴⁾		52 %

Die Zukunft ist auf noch weitergehende Belastungen zu untersuchen.

Nachdem die Gewinne der Kapitalgesellschaften um die Körperschaftsteuer gemindert sind, können die ausgeschütteten Restbeträge wie Erfolge von Einzelunternehmen oder Personengesellschaften behandelt werden, weil der Fiskus auf sie die progressiven Einkommensteuersätze anwendet ⁵⁾.

Der Eigentümer einer Kapitalgesellschaft verliert bei der Doppelbelastung nicht die volle Körperschaftsteuer, weil sein persönliches Einkommen sich um den Betrag der Körperschaftsteuer mindert. Die lineare Vorbelastung der Kapitalgesellschaft verzerrt die Progression des Einkommensteuertarifs. Für kleine Einkommen bringt die Körperschaftsteuer im Vergleich zur Einkommensteuer eine zu hohe Belastung, während ein Empfänger hoher Einkommen die scharfe Progression des Einkommensteuertarifs mit Hilfe des linearen Körperschaftsteuersatzes

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 162.

2) Vgl. Blough, Roy: The Federal Taxing Process, New York 1952, S. 416.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 161.

4) Vgl. Crockett, Joseph P.: The Federal Tax System of the United States, New York 1955, S. 14.

5) Vgl. Magill, Roswell: The Impact of Federal Taxes, New York 1943, S. 26; Crockett, Joseph P.: a.a.O., S. 14 ff.

zurückdrängen kann, also weniger belastet wird, als wenn seine Einkünfte nur einmal von der Einkommensteuer erfaßt würden ¹⁾.

Der steuerliche Gewinn einer Einzelunternehmung oder der Ertrag eines Anteils an einer Personengesellschaft wird in den Vereinigten Staaten von Nordamerika mit dem Einkommen des Steuerpflichtigen aus anderen Quellen zusammengerechnet. Auf die Summe der Einkünfte wird der einheitliche Steuertarif angewandt ²⁾. Bezieht der Käufer einer Unternehmung große Einkünfte aus nichtgewerblichen Quellen, entfällt auf den Unternehmenserfolg ein höherer Steuersatz, als wenn dieser Betrieb allein den zu versteuernden Betrag liefert. Darum legt jeder Interessent, je nach seinen persönlichen Einkommensverhältnissen, demselben Betrieb einen anderen Netto-Erfolgswert bei ³⁾. In diesem Bereich kann eine allgemeine Aussage kaum mehr als eine Vermutung sein ⁴⁾. Der Gesamtwert ist jetzt nicht mehr allein von den Zukunftserfolgen der Unternehmung abhängig, sondern wird vom Netto-Gewinnzuwachs, entsprechend den sonstigen Belastungsverschiebungen beim Käufer bestimmt. Um die unterschiedliche Reduktion des Gewinnes zu erfassen, teilt Holland ⁵⁾ die Steuerpflichtigen nach Einkommensgruppen ein.

Adamson ⁶⁾ will die Gewinnermittlung nicht durch die Einkommensteuer stören; darum schlägt er vor, diese Wertminderung in den Kapitalisierungszinsfuß einzurechnen. Busse von Colbe ⁷⁾ weist darauf hin, daß in Deutschland die Einkommensteuer das Einkommen natürlicher Personen aus inländischen Kapitalanlagen nahezu einheitlich erfaßt, so daß der

1) Vgl. Holland, Daniel M.: The Income Tax Burden on Stockholders, Princeton 1958, Vorwort S. XII und S. 21.

2) Im Gegensatz zu dieser "Empfänger-Besteuerung" erhebt die englische Finanzpraxis den Steuerbetrag am Ort der Gewinnbildung ("Quellen-Besteuerung"); vgl. z.B.: Spicer und Pegler: Spicer and Pegler's Income Tax and Profits Tax, 22. Auflage, herausgegeben von: Wilson, H.A.R., London 1956, S. 10 ff.

3) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 105.

4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 424.

5) Vgl. Holland, Daniel M.: a.a.O., S. 13.

6) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 105.

7) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 140.

Kapitalisierungszins, wenn er aus dem landesüblichen Zins abgeleitet wird, die Einkommensteuerbelastung in durchschnittlicher Höhe schon berücksichtigt. Während anglo-amerikanische Autoren im allgemeinen den Unternehmenserfolg um alle Steuerbelastungen, die sich aus dem Kauf ergeben, kürzen, wird im deutschen Schrifttum eine Fülle verschiedener Auffassungen vertreten, von denen im Rahmen dieser Arbeit die wichtigsten nur kurz erläutert werden können ¹⁾.

Liebl ²⁾ und Stocker ³⁾ verfolgen den objektiven Unternehmenswert und sehen Körperschafts- und Einkommensteuer als Gewinnverwendung an. Auch Klinger ⁴⁾, Henzler ⁵⁾ und Winckelmann ⁶⁾ wollen einen Brutto-Erfolgswert bestimmen. Mellerowicz ⁷⁾ sucht zwar ebenfalls den objektiven Gesamtwert, jedoch zieht er die Körperschaftsteuer von den Gewinnen ab, weil sie eine echte Kapitalminderung darstelle und als Ausgleich für die Vorteile anzusehen sei, welche die Rechtsform der Kapitalgesellschaft gegenüber der Einzelfirma oder Personengesellschaft biete ⁸⁾.

Münstermann ⁹⁾ legt der Unternehmungsbewertung zugrunde, was in Zukunft an Gewinnen ausgeschüttet wird, berücksichtigt damit also auch

-
- 1) Für eine umfassende Darstellung und Kritik der von deutschen Autoren vorgebrachten Ansichten vergleiche Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 130 ff.
 - 2) Vgl. Liebl, Josef: Ertragswert und Besteuerung, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 5. Jg., Wolfenbüttel 1953, S.86.
 - 3) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 67 f.
 - 4) Vgl. Klinger, Karl: Die Problematik der Unternehmungs-Ertragswertberechnung unter dem Aspekt der Gewinnbesteuerung, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 4 f.
 - 5) Vgl. Henzler, Reinhold: Ertragswert und Steuern vom Gewinn, in: "Deutsche Zeitung und Wirtschafts-Zeitung", 8. Jg., Stuttgart 1953, Nr. 15, S. 14.
 - 6) Vgl. Winckelmann, Hans: Zum Einfluß der Gewinnsteuern auf den Unternehmenswert, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 182 f.
 - 7) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Zur Problematik der Bewertung des Unternehmensganzen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 202.
 - 8) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Zur Problematik der Bewertung des Unternehmensganzen, a.a.O., S. 200 f.
 - 9) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217.

die Körperschaftsteuer. Krönke ¹⁾ und Lenel ²⁾ wollen die Körperschaftsteuer nur insoweit absetzen, als sie eine Sonderbelastung gegenüber anderen Rechtsformen darstellt. Frank lehnt es ab, den Gewinn um die Körperschaftsteuer zu mindern, "da es immer möglich ist, die Unternehmung in eine Rechtsform zu überführen, bei der eine Körperschaftsteuerpflicht entfällt" ³⁾. Diese Auffassung, auch von Winckelmann ⁴⁾ vertreten, schränkt Busse von Colbe ⁵⁾ ein mit dem Hinweis, daß die Größe des Unternehmens oder mangelnde Einmütigkeit der Gesellschafter die Umwandlung verhindern könne.

Der Praxis der anglo-amerikanischen Behandlung gewinnabhängiger Steuern kommen Anders ⁶⁾ und Diez ⁷⁾ sowie Viel ⁸⁾ nahe; sie berücksichtigen bei der Unternehmensbewertung nicht nur die Körperschaftsteuer, sondern auch die Einkommensteuer.

Die amerikanische Steuerpraxis bedient sich in manchen Fällen des Zukunftserfolgswertes, um die Bemessungsgrundlage für die Vermögensteuer zu bestimmen. So bildeten um 1930 beispielsweise im Bundesstaat Georgia die Erfolge von Eisenbahnunternehmen, mit einem Zinsfuß von 6 % kapitalisiert, den steuerpflichtigen Gesamtwert der Unternehmung ⁹⁾. In New York werden neben den Eisenbahnen lokale Transportunternehmen

-
- 1) Vgl. Krönke, H.: a.a.O., S. 150.
 - 2) Vgl. Lenel, Hans Otto: Ertragsteuern und Vermögensabgabe bei der Bewertung von Unternehmungen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6.Jg., Stuttgart 1953, S. 153 f.
 - 3) Vgl. Frank, Gundolf: a.a.O., S. 42.
 - 4) Vgl. Winckelmann, Hans: a.a.O., S. 183.
 - 5) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 134.
 - 6) Vgl. Anders, Helmut: Gewinnsteuern bei der Ertragswertermittlung von Unternehmen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 151 ff.
 - 7) Vgl. Diez, Werner, a.a.O., S. 49 ff.
 - 8) Vgl. Viel, Jakob: Der Unternehmungswert. Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: "Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung", Berichte über den zweiten Kongress der Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers in Brüssel vom 12. bis 16. September 1955, Düsseldorf 1957, S. 67 f.
 - 9) Vgl. Jensen, Jens Peter: Property Taxation in the United States, Chicago, Ill. 1931, S. 430.

sowie Telefon- und Telegrafengesellschaften und Gas- und Elektrizitätswerke nach ihren Zukunftserfolgswerten besteuert ¹⁾. In Anlehnung an die amerikanische Praxis spielt der Zukunftserfolgswert auch in Kanada für die Vermögenbesteuerung eine gewisse Rolle ²⁾. Er wird aber in beiden Ländern nur selten allein benutzt, sondern neben anderen Größen, etwa Börsenkurswert oder Reproduktionskostenaltwert, berücksichtigt ³⁾. Als alleinige Grundlage der Vermögensteuer wurde der Zukunftserfolgswert dagegen wiederholt im Rahmen der "New York Special-Franchise Tax" verwendet ⁴⁾. Diese Steuer war 1899 unter dem Gouverneur Theodore Roosevelt eingeführt worden und verlangte für den Bundesstaat New York eine Abgabe auf den Gesamtwert der erwähnten Unternehmen. Das Gesetz selbst enthielt keinen Hinweis darauf, wie dieser Gesamtwert zu ermitteln sei ⁵⁾. In zahlreichen Prozessen bestimmten die Finanzgerichte den Zukunftserfolg als maßgebliche Grundlage des Gesamtwertes; denn das immaterielle Vermögen besitze keinen Marktpreis, sein Wert kann also nur aus den Erträgen abgeleitet werden, die es in Zukunft erbringen wird ⁶⁾. Diese Entscheidung brachte zunächst Schwierigkeiten für die Bewertung, weil die Erfolge nach Abzug der Steuer den Gesamtwert bestimmen, die Steuerbeträge aber vom Gesamtwert abhängen. Mit Hilfe zweier Gleichungen läßt sich das Problem jedoch lösen ⁷⁾:

Erläuterungen der Symbole:

W = Gesamtwert der Unternehmung;

E = Zukunftserfolg vor Abzug der Steuer;

p = Kapitalisierungszinsfuß auf Hundert bezogen;

r = Steuersatz auf Hundert bezogen;

x = Steuerbetrag

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 597.

2) Vgl. Perry, J. Harvey: Taxation in Canada, Toronto 1951, S. 279.

3) Vgl. Jensen, Jens Peter: a.a.O., S. 428 f.

4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 595.

5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 597; vgl. dazu auch Anderson, William H.: Taxation and the American Economy, New York 1952, S. 123 f.; Blough, Roy, a.a.O., S. 199.

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 599.

7) Vgl. ebenda, S. 258.

Es wird angenommen, die Steuer sei linear und nicht überwälzbar; außerdem sollen Zukunftserfolg, Kapitalisierungszins und Steuersatz konstant bleiben. Der Gesamtwert beträgt nach der Formel für die ewige Rente ohne Berücksichtigung der Steuer:

$$W = \frac{E \cdot 100}{p}$$

Wird die Steuer abgezogen, so beträgt der Gesamtwert:

$$W = \frac{(E - \frac{1}{100} r \cdot W) \cdot 100}{p}$$

Daraus läßt sich mit Hilfe einiger Umformungen die Formel für den um die steuerliche Belastung geminderten Gesamtwert finden:

$$W = \frac{E}{p + r} \cdot 100$$

=====

Den um die Vermögensteuer geminderten Zukunftserfolgswert findet der Bewertende also in diesem Falle, indem er den Brutto-Gewinn mit der Summe von Kapitalisierungszins und Steuersatz kapitalisiert.

Dasselbe Ergebnis kann auch indirekt abgeleitet werden:

$$x = \frac{r \cdot W}{100}$$

Für W läßt sich der Ausdruck

$$\frac{(E - x) \cdot 100}{p}$$

einsetzen; es folgt:

$$x = r \cdot \frac{(E - x) \cdot 100}{p \cdot 100}$$

Einige weitere Umformungen liefern die Höhe des Steuerbetrages:

$$x = \frac{r \cdot E}{r + p}$$

=====

Der folgende Schritt führt dann zum gesuchten Gesamtwert der Unternehmung:

$$W = \frac{(E - x) \cdot 100}{p}$$

$$W = \frac{(E - \frac{r \cdot E}{r + p}) \cdot 100}{p}$$

$$W = \frac{E \cdot (1 - \frac{r}{r + p}) \cdot 100}{p}$$

=====

Die Formel für den Steuerbetrag:

$$x = \frac{r \cdot E}{r + p}$$

zeigt, daß eine Vermögensteuer, die an den Barwert der Gewinne nach Abzug dieser Vermögensteuer anknüpft, den Wert einer Unternehmung niemals völlig aufsaugen kann, wenn sie ihn auch mit jeder gewünschten Annäherung an diese Grenze auszuhöhlen vermag. Der Faktor

$$\frac{r}{r + p}$$

führt stets zu einem Betrag, der unter dem Wert 1 liegt. Somit liegt auch der Steuerbetrag

$$x = \frac{r \cdot E}{r + p}.$$

stets unter dem Brutto-Erfolg und läßt noch einen Restgewinn für die Kapitalisierung übrig.

Bei einem Steuersatz von 50 % auf den Gesamtwert und einem Kapitalisierungszinsfuß von 5 % werden

$$\frac{50}{50 + 5} = 90,9 \%$$

des Unternehmungserfolges für die Vermögensteuer in Anspruch genommen. Wenn die Vermögensteuerbelastung steigt, sinkt also der Unternehmenswert nur so weit, daß der Käufer seine Investition trotzdem noch angemessen verzinsen kann ¹⁾. Mit Hilfe der Erfolgsteuern ist es dagegen möglich, für den Käufer oder Eigner einer Unternehmung den gesamten Zukunftserfolgswert zu beseitigen und auf die öffentliche Hand zu übertragen.

4. Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen

Wenn der Käufer einer Unternehmung glaubt, mit Hilfe des neuen Betriebes einen größeren Gewinn erwirtschaften zu können als der bisherige Eigentümer, so wird er für sie einen Höchstpreis zugestehen, der über den Kapitalwert ihrer Eigenerfolge hinausgeht ²⁾. Besondere Vorteile entstehen oft, wenn ein Unternehmen in einen Konzern eingliedert wird ³⁾. Insgesamt wachsen dem aufnehmenden Unternehmen nicht allein die Erfolge der neuen Produktionseinheit zu, sondern auch die Gewinnmehrungen infolge der Zusammenarbeit zwischen dem alten und dem neuen Unternehmen.

Die unter einheitlicher Leitung verbundenen Betriebe können etwa ihr Produktionsprogramm aufteilen und durch größere Auflagen sowie günstigeren Einkauf vor allem die Kostendegression ausnutzen. So wurden

1) Vgl. Evans, Mercer G.: The Burden of Property Taxation, in: "The American Economic Review", Vol. 20, Cambridge, Mass., 1930, S.685.

2) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 94.

3) Vgl. Bull, George und Vice, Anthony: Bid for Power, London 1958, S. 210 ff.

zum Beispiel die Konzentrationsbewegungen in der britischen Seifenindustrie hauptsächlich von Kostenüberlegungen bestimmt ¹⁾. Dagegen versuchten die englischen Zementhersteller durch einen Zusammenschluß ihre Marktposition im Inland zu stärken, während für die Glasindustrie der ausländische Wettbewerb Antrieb zur Konzentration war ²⁾.

Durch Zusammenarbeit kann aus einem unrentablen Betrieb eine erfolgreiche Produktionsstätte entstehen ³⁾. Auch der umgekehrte Fall ist denkbar: Eine Unternehmung kauft ihren Konkurrenten auf, legt seinen Betrieb still und wird dadurch zum Monopolisten. Der übernommene Betrieb erbringt in Zukunft keine Gewinne mehr, kann also auch keinen eigenen Zukunftserfolgswert besitzen. Sein Kaufpreis bestimmt sich nach den kapitalisierten zusätzlichen Erfolgen in der erwarteten Monopolrente ⁴⁾.

Wenn ein bestehendes Unternehmen sich einen weiteren Betrieb angliedert und der Gesamtgewinn dieser neuen Einheit dadurch progressiv wächst, so kann dem neuen Betrieb zwar nicht der ganze Brutto-Gewinnzuwachs zugerechnet werden, denn der angegliederte Betrieb kann isoliert nicht den zusätzlichen Erfolg leisten. Erst die Verbindung der beiden Unternehmen bietet diesen Vorteil. Für den Käufer sind solche Zurechnungsschwierigkeiten jedoch ohne Bedeutung. Er steigert durch den Zukauf einer weiteren Unternehmung die Rentabilität seiner sonstigen Investitionen. Demnach darf er den Wert des Kaufobjektes nach der Brutto-Gewinnmehrung berechnen, der Erwerb stellt eine notwendige Voraussetzung für diesen Gewinnzuwachs dar ⁵⁾.

Denselben Standpunkt vertritt unter den deutschen Autoren Busse von Colbe ⁶⁾, während Jonas ⁷⁾ darauf beharrt, eine Unternehmung nur nach

1) Vgl. Cook, P. Lesley und Cohen, Ruth: Effects of Mergers, London 1958, S. 215 ff.

2) Vgl. ebenda, S. 121 und S. 349 f.

3) Vgl. Neubert, Helmut, a.a.O., S. 98.

4) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 175.

5) Vgl. Orgel, Lewis: a.a.O., Bd. 1, S. 653.

6) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 155.

7) Vgl. Jonas, H.: Einige Bemerkungen zur Bestimmung des Verkehrswertes von Unternehmungen, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 24. Jg., Wiesbaden, 1954, S. 22 f.

ihren eigenen Zukunftserfolgen zu bewerten. Auf amerikanischer Seite findet seine Meinung bei Paton ¹⁾ Unterstützung, der alle Erfolge unbeachtet läßt, wenn sie sich aus dem Eigentumsübergang ergeben. Paton und Jonas vereinfachen die Bewertung auf Kosten der Realität. Eine Unternehmung, die ohne Beziehung zu Käufer oder Verkäufer bewertet wird, weist einen Gesamtwert aus, der für die Beteiligten nutzlos ist ²⁾. Allerdings will Paton ³⁾ mögliche zukünftige Gewinnveränderungen dann beachten, wenn der angebotene Betrieb allein in der Lage ist, diese Veränderungen hervorzurufen, wenn also ein Angebotsmonopol des Verkäufers besteht. Für Käufer und Verkäufer gelten jedoch analoge Überlegungen; der Verkäufer bewertet seine Unternehmung nach dem Nutzenentgang. Er verliert zunächst den Eigenerfolg des isolierten Betriebes, dazu möglicherweise noch einen Teil seiner sonstigen Gewinne, wenn er das Unternehmen aus einem Produktionsverband lösen muß und dadurch die Rentabilität des gesamten Konzerns beeinträchtigt. Selten werden Nutzenentgang beim Verkäufer und Nutzenzuwachs beim Käufer der Unternehmung übereinstimmen. Ist der erwartete Nutzenzuwachs beim Käufer nicht größer als der Nutzenentgang beim Verkäufer oder wenigstens ihm gleich, wird der Käufer auf den Erwerb dieses Betriebes verzichten müssen. Darum ist mit Busse von Colbe ⁴⁾ bei reproduzierbaren Betrieben in den Reproduktionskosten die obere Wertgrenze für das Kaufobjekt zu sehen. Sind Reproduktionskosten nicht zu ermitteln, so wird der wirtschaftlich gerechtfertigte Preis eines Unternehmens für den Käufer durch den Kapitalwert seines Bruttogewinnzuwachses, im Falle des Erwerbs, begrenzt.

1) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422.

2) Vgl. Canning, John Bennet: a.a.O., S. 55; Bonbright, James C.: a.a.O., S. 235; Busse von Colbe, Walther: Objektive oder subjektive Unternehmungsbewertung?, a.a.O., S. 116 und Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 153 f.

3) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 422.

4) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 155.

5. Durchschnittsrechnung und Trend

Manche Autoren äußern Bedenken, wenn die korrigierten Vergangenheits-
erfolge auf eine lange Zukunftsperiode übertragen werden sollen. So
sieht etwa Dewing ¹⁾ allein zwischen Erträgen der jüngsten Vergangen-
heit und denen der nächsten Zukunft einen Gleichlauf. Canning ²⁾ be-
zweifelt beinahe ganz die Möglichkeit, historische Erfolgsreihen wei-
terzuführen. Die Schwierigkeiten, Kosten- und Ertragsverläufe richtig
vorauszu sehen, dürfen nicht dazu verleiten, die leichte Lösung der
richtigen vorzuziehen; dem Investor ist mit einer Erfolgsvorhersage
auf kurze Sicht nicht viel geholfen ³⁾. Das Problem der Erfolgsent-
wicklung wird nur ungern angefaßt, weil es keine rechnerische Auswer-
tung zuläßt, wie etwa die Korrektur vergangener Ergebnisse. Der Prüfer
muß jetzt, über das Zahlenwerk hinausgehend, auch qualitative Faktoren
in sein Verfahren einführen. Die Probleme bestehen deshalb weniger
darin, Tatsachen zu ermitteln, als sie richtig zu deuten ⁴⁾.

Im einfachsten Fall nimmt der Bewertende die Zukunftserfolge als das
arithmetische Mittel der Vergangenheitswerte an. Graham und Dodd ⁵⁾
sowie Seltzer ⁶⁾ unterscheiden einen "rechnerischen" und einen "echten"
Durchschnitt. Der rechnerische Durchschnitt entsteht als rein numeri-
scher Mittelwert einer Reihe früherer Ergebnisse. Er kann aus weit
voneinander abweichenden Zahlen hervorgehen und neben hohen Verlusten
auch bedeutende Gewinne einschließen. Ein echter Durchschnitt dagegen
zeigt sich darin, daß die Ergebnisse der Vergangenheit sich stets um
den Durchschnittswert bewegen, also nur eine geringe Schwankungsbreite
aufweisen. Zahlenmäßig können beide Resultate gleichwertig sein. Eine
Unternehmung mit echtem Durchschnitt besitzt jedoch die Vermutung grö-

1) Vgl. Dewing, Arthur S.: a.a.O., Band 2, S. 49.

2) Vgl. Canning, John Bennet: a.a.O., S. 207 f., ähnlich: Grundy, Mil-
ton: Money at Work, London 1958, S. IV.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage,
S. 412.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage,
S. 417; Abramson, A.G. und Mack, R.H.: a.a.O., S. 41.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage,
S. 419.

6) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 56.

Berer Sicherheit. "In beinahe allen Fällen deutet eine Reihe von gleichbleibenden Erfolgen unter verschiedenen wirtschaftlichen Bedingungen die innere Stabilität der Unternehmung an" ¹⁾. Die Unterscheidung von rechnerischem und echtem Durchschnitt erläutert ein Vergleich, bei dem die auf eine einzelne Aktie bezogenen Gewinne zweier amerikanischen Unternehmen von Graham und Dodd ²⁾ gegenüber gestellt werden.

Jahr	S.H. Kress	Hudson Motors
1923	3,39 \$	5,56 \$
1924	3,06 \$	5,09 \$
1925	4,12 \$	13,39 \$
1926	4,65 \$	3,37 \$
1927	5,26 \$	9,04 \$
1928	5,76 \$	8,43 \$
1929	5,92 \$	7,26 \$
1930	4,49 \$	0,20 \$
1931	4,19 \$	1,25 \$ (Verlust)
1932	2,80 \$	3,54 \$ "
Zehnjahres- Durchschnitt:	4,36 \$ =====	4,75 \$ =====

Im Jahre 1933 kamen Graham und Dodd zu der Auffassung, eine "Kress-Aktie" verbürge die Ertragskraft von rund 4,50 \$, da die einzelnen Jahresergebnisse diesen Betrag nicht wesentlich über- oder unterschritten. Bei Hudson Motors dagegen bedeuteten 4,75 \$ nur eine Abstraktion von zehn weit auseinanderlaufenden Einzelgrößen. Die Entwicklung beider Gesellschaften von 1933 bis 1939 bestätigte diese Ansicht ³⁾:

1) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda "In nearly all cases a long record of stable earnings, under varying economic conditions, will prove a good indication that the business is inherently stable".

2) Vgl. ebenda.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 420.

Jahr	S.H. Kress	Hudson Motors
1933	4,23 \$	2,87 \$ (Verlust)
1934	4,76 \$	2,10 \$ "
1935	4,63 \$	0,38 \$ (Gewinn)
1936	4,62 \$	2,14 \$ "
1937	4,62 \$	0,42 \$ "
1938	2,76 \$	2,94 \$ (Verlust)
1939	3,86 \$	0,86 \$ "
Siebenjahres-		
Durchschnitt:	4,21 \$ =====	0,83 \$ (Verlust) =====

Während die Firma S.H. Kress ihre normalen Erfolge in etwa halten konnte, wies Hudson Motors von 1933 bis 1939 sogar einen Durchschnittsverlust aus. Auch einzelne Verlustjahre lassen die zukünftige Leistungsfähigkeit der Unternehmung unsicher erscheinen. Graham und Dodd¹⁾ betrachten darum Defizite als qualitativen Faktor, wenn sie über die Nachhaltigkeit von Gewinnen Aufschluß suchen. Dabei müssen jedoch die Ursachen der Verluste erforscht werden, denn gelegentlich sind mangelhafte Ergebnisse auf ungewöhnliche oder nicht wiederkehrende Ereignisse zurückzuführen²⁾.

Die einfache Durchschnittsrechnung läßt nicht das Wachstum der Gewinne, den Trend, erkennen. Graham und Dodd³⁾ sehen einen grundsätzlichen Konflikt zwischen dem Durchschnitt und der Entwicklung der Unternehmungsergebnisse:

Gesellschaft	Gewinne je Anteil in aufeinanderfolgenden Jahren								Ø	Trend
	1	2	3	4	5	6	7	(letztes Jahr)		
A	1	2	3	4	5	6	7	\$	4 \$	Sehr gut
B	7	7	7	7	7	7	7	\$	7 \$	Neutral
C	13	12	11	10	9	8	7	\$	10 \$	Ungünstig

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S.424.

2) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 35.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda, S. 422 f.

Nach den Zahlen dieses Beispiels erscheinen im Vergleich mit den Ergebnissen des letzten Jahres (7 \$) die Gewinndurchschnitte um so schlechter, je besser der Trend verläuft. Mac Farland und Ayars ¹⁾ sowie Smith ²⁾ weisen darauf hin, ein Unternehmen mit fallender Gewinnreihe könne den gleichen Durchschnittswert aufweisen wie ein anderes Unternehmen mit steigenden Erfolgen. Zwar drängt sich die Frage auf, ob nicht dem Trend gleiche Bedeutung zukomme wie dem Durchschnittsgewinn; jedoch wohnt der Entwicklung keine Zwangsläufigkeit inne. Mit den Erfahrungen aus der Weltwirtschaftskrise lehnen es die anglo-amerikanischen Autoren gewöhnlich ab, eine positive Bewegung in den Zukunftserfolgen zu berücksichtigen. Schon 1929, noch vor dem Börsenzusammenbruch, warnte May ³⁾ davor, Gewinnsteigerungen unbekümmert voranzurechnen. Bonbright ⁴⁾ hält die Gefahren der Trendrechnung für erwiesen; wie Adamson ⁵⁾ geht er nicht über das Ergebnis der letzten Jahresrechnung hinaus. Auch Schmalenbach deutet an, daß es nicht üblich ist, "den Fortgang der Steigerung für die Zukunft voll anzusetzen; aber es ist auch nicht billig, den Durchschnitt zu berechnen" ⁶⁾. Ebenso behandelt Münstermann ⁷⁾ Gewinnmehrungen sehr vorsichtig. Er legt in einem Beispiel gleitende Dreijahresdurchschnitte zugrunde und gelangt für den Zukunftserfolg zu einer Größe, die zwischen dem Durchschnitt der Vergangenheit und dem letzten Jahresergebnis liegt. Sidey ⁸⁾ errechnet ein ähnliches Ergebnis, indem er bei positiver Gewinnentwicklung nur die Ergebnisse der letzten Jahre einer Durchschnittsrechnung zugrundelegt, die niedrigen Ausweise früherer Perioden dagegen ausschaltet. Als ein Abweichen vom Prinzip, aus den Vergangenheitserfolgen die zu erwartenden Gewinne abzuleiten, erscheint

1) Vgl. Mac Farland, George A. und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 318.

2) Vgl. Smith, Stanley G.: a.a.O., S. 186 f.

3) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 71.

4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 252.

5) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 107.

6) Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 45.

7) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 78.

8) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 16.

bei Graham und Dodd ¹⁾ die Forderung, der Bewertende dürfe keinen Zukunftserfolg unterstellen, der den jüngsten Periodenausweis übersteigt, weil Investitionswerte mit nachweisbaren Erfolgen zu begründen seien. Wenn die Entwicklung der Vergangenheitserfolge ein weiteres Wachstum über den letzten Periodengewinn hinaus vermuten läßt, wollen Graham und Dodd ²⁾ mit Adamson ³⁾ und Jones ⁴⁾ diesem positiven Erfolgstrend im Kapitalisierungsfaktor Rechnung tragen und so einen höheren Gesamtwert ermitteln. Aber der Investor muß auch hier vorsichtig sein. "Wenn der Preis, den er heute (für die Unternehmung) zahlt, schon die morgige Entwicklung vorwegnimmt, so bleibt ihm nur noch die Hoffnung, nicht zu verlieren. Ein schlechtes Geschäft in Anbetracht der Zukunftsfahren" ⁵⁾. Auch Terborgh ⁶⁾ gibt zu bedenken, daß die Investitionsentscheidung eine langfristige, meist unwiderrufliche Bindung bringt. Die Entscheidung, nicht zu investieren, dagegen kann jederzeit verworfen werden. Mit dem Investitionsentschluß verbindet sich daher ein größeres Risiko als mit der Liquiditätspräferenz, was zu berücksichtigen sei.

Im Gegensatz zur herrschenden Auffassung arbeitet Cutforth ⁷⁾ den Gewinnrend in die Zukunftserfolge ein; nach seiner Meinung ist den Vergangenheitserfolgen um so höhere Bedeutung beizumessen, je kürzer sie zurückliegen. In einzelnen Fällen genügen ihm auch die Aussagen des letzten Rechnungszeitraums nicht mehr, und zwar sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Gewinnen ⁸⁾. Wenn eine besonders kräftige Expansion zu beobachten ist oder der Betrieb rasch rückläufige Ergebnisse liefert, orientiert sich Cutforth an den Umsätzen der einzelnen

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 422 f.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda, S. 423.

3) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 108.

4) Vgl. Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 107.

5) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda, S. 460: "But if the price he pays today already reflects tomorrow's performance, the best he can hope for is not to lose. In view of the hazards of the future, that would be a bad bargain".

6) Vgl. Terborgh, George: Business Investment Policy, a.a.O., S. 209.

7) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 166.

8) Vgl. ebenda, S. 168 f.

Monate im laufenden Jahr. Auf die Gefahr dieser Rechnung hat May ¹⁾ überzeugend hingewiesen. Auch Graham und Dodd ²⁾ bedenken, daß die allgemeinen Wirtschaftskräfte der Gewinnzunahme entgegenarbeiten; im entgegengesetzten Fall ist es aber auch nicht gerechtfertigt, eine ständige Abnahme der Erfolge vorauszusagen, obgleich einem fallenden Trend großes Gewicht bei der Kaufentscheidung zukommt. Eine eingehende Analyse muß die Ursachen des Verfalls klären, bevor der Käufer sich entscheiden kann. Auch Münstermann ³⁾ weist darauf hin, daß bei einem ständigen Trendgefälle der Ansatz des letzten Jahresgewinnes keine Bedenken auslöst, wenn die Umstände einen weiteren Gewinnverfall nicht wahrscheinlich machen.

Die Entwicklung der Zukunftserfolge läßt sich nicht aus Gesetzmäßigkeiten ableiten; nur ein Maximum an Tatsachenwissen verbunden mit einer maßvollen Beachtung qualitativer Faktoren liefert die wahrscheinliche Gewinnreihe ⁴⁾.

6. Rücklagenbildung

Der Gesamtwert eines Unternehmens kann wesentlich davon beeinflusst werden, in welchem Umfang der Bewertende es für notwendig hält, daß das Unternehmen in der Zukunft Rücklagen bildet. Auch die sorgfältige buchhalterische Erfolgsrechnung kann keinen Gewinn ermitteln, in dem bereits alle Größen, die den Zukunftsgewinn beeinflussen werden, vorweggenommen sind. So etwa enthalten die Abschreibungen von Anlagen nicht den Überschuß der Wiederbeschaffungskosten über die Anschaffungs-

-
- 1) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 7 f.
 - 2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, New York 1951, S. 422 f.; ähnlich: Mac Farland, George A. und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 318.
 - 3) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 78.
 - 4) Vgl. Friday, Frank A.: The Problem of Business Forecasting, in: "The Journal of Industrial Economics", Vol. 1, Oxford 1952, S. 71; Bray, Sewell F.: The Interpretation of Accounts, London 1957, S. 9; ähnlich Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 45; vgl. auch Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 38; Jonas, H.: Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrages bei der Unternehmungsbewertung, a.a.O., S. 172 ff.

kosten. Auch ein möglicher Preisverfall bei Lagervorräten ist nicht schon heute in der Ergebnisrechnung zu erfassen. Die traditionelle Erfolgsrechnung vernachlässigt zudem die langfristige Minderung des Geldwertes sowie partielle Preisschwankungen weitgehend ¹⁾. Diese und ähnliche Einflußgrößen, die sich einer quantitativen Bestimmung weitgehend entziehen, sollen dadurch in der Bewertung ihren Niederschlag finden, daß vom erwarteten jährlichen Reingewinn jeweils ein Betrag abgezogen und einer allgemeinen Rücklage zugerechnet wird. Read ²⁾ schlägt vor, vom Reingewinn, nachdem auch die Gewinn-Steuern abgezogen wurden, etwa 40 % bis 45 % einzubehalten. Dabei solle auf die Unternehmungsart keine Rücksicht genommen werden. Diese Globalbehandlung vernachlässigt jedoch die abweichenden Bedürfnisse der Unternehmen. Anlageintensive Betriebe z.B. müssen für die Ersatzinvestition auf Preisbewegungen stärker achten als Unternehmen mit wenig mechanisierter Produktion ³⁾. Nach Adamsons ⁴⁾ Meinung sprechen unter anderem folgende Faktoren dafür, Gewinne zurückzuhalten:

- a) Einzelfertigung und kleine Auftragsstückelung;
- b) Produktion von Luxusgütern;
- c) die Gefahr hoher unbestimmter Verluste, etwa bei Versicherungsgesellschaften;
- d) zunehmende oder erwartete Konkurrenz;
- e) ungewöhnlich hohe Gewinne in Einzeljahren;
- f) steigende Außenstände;
- g) steigende Ersatzkosten für Anlagen und Vorräte.

Dem letzten Punkt erkennt Adamson ⁵⁾ für die Jahre von 1947 bis 1952 besondere Bedeutung zu. Irish ⁶⁾ begründet die Gewinnreserven mit ähnlichen Argumenten und weist vor allem auf die Gefahren steigender

1) Vgl. Paton, William A.jr.: a.a.O., S. 9 f.

2) Vgl. Read, M.R.: a.a.O., S. 381.

3) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 117.

4) Vgl. Ebenda, S. 118.

5) Vgl. ebenda; dazu auch Paton, William A.jr.: a.a.O., S. 3 und S. 97.

6) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 300.

Preise hin. Für ein Bewertungsbeispiel legt er eine Reservequote von 30 % des Netto-Gewinnes zugrunde ¹⁾. Ein Teil der Gründe, die nach Adamson für die Gewinnthesaurierung sprechen, wie Produktionsstruktur, Erzeugnisart und Höhe der Kundenkredite, lassen sich systematisch auch als Probleme der notwendigen Kapitalausstattung behandeln. Findet der Bewerter einen Betrieb mit zu geringer Kapitalausstattung, so kann er den Gesamtwert um den Fehlbetrag senken, falls er es nicht vorzieht, den zu kapitalisierenden Gewinn um die Zuweisungen zu den Rücklagen zu kürzen, so daß ein verminderter Kapitalwert entsteht. Auch lassen die anglo-amerikanischen Autoren einen Hinweis darauf vermissen, die Rücklagenbildung bei den Unternehmen in der Vergangenheit zu untersuchen. Möglicherweise wird die Notwendigkeit, in Zukunft Rücklagen zu schaffen von dem bisherigen Verhalten der Unternehmensleitung zu dieser Frage spürbar verändert und es ist - wie früher erwähnt ²⁾ - vor allem bei amerikanischen Unternehmen nicht ungewöhnlich, Gewinne in größerem Umfang zu thesaurieren ³⁾.

Mellerowicz ⁴⁾ und Felten ⁵⁾ rechnen Dotierungen der Rücklagen zum Gewinn, erhöhen also um ihren Barwert den Zukunftserfolgswert. Nach Hartmann stellen für den Kapitalanleger zwar streng genommen nur die Gewinnausschüttungen Erträge dar. "Die betriebswirtschaftliche Betrachtung gebietet dagegen das Einbeziehen des Zuwachses an offenen und stillen Reserven, so daß der wirkliche Reinertrag zu kapitalisieren ist" ⁶⁾. Mellerowicz, Felten und Hartmann übersehen jedoch, daß, auf der Grundlage nomineller Gewinne, laufende Zuweisungen zu den Rücklagen oft notwendig sind, damit die Zukunftserfolge auf dem bisherigen Stand gehalten oder entsprechend dem schleichenden Verfall des Geldwertes gesteigert werden ⁷⁾. Werden sie ohne Rücksicht auf ihre

1) Vgl. ebenda, S. 451.

2) Vgl. S. 77.

3) Vgl. dazu die eingehende Studie von Dobrovolsky, Sergei P.: a.a.O.

4) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 61.

5) Vgl. Felten, Jean Baptiste: a.a.O., S. 69.

6) Vgl. Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 197.

7) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing Theory and Practice, a.a.O., S. 337; ähnlich: Hax, Karl: Die langfristigen Finanzdispositionen, a.a.O., S. 521.

Wirkung dem Erfolg zugerechnet, so führen sie vermutlich zu einem überhöhten Gesamtwert. Dagegen stimmt Münstermanns Auffassung mit dem Standpunkt der anglo-amerikanischen Bewertungslehre überein: "Wird jeweils ein Teil des Gewinnes thesauriert, dann kommt für den Zukunftserfolgswert des Betriebes von unbegrenzter Lebensdauer nur der ausgeschüttete Gewinn in Betracht, weil der für immer gehortete Gewinn keinen Anteil an der Rente hat" ¹⁾.

7. Die Bedeutung der Wirtschaftspolitik für die Erfolgsentwicklung
Wie Graham und Dodd ²⁾ berichten, hat nach Ansicht amerikanischer Geschäftsleute die öffentliche Meinung in den Vereinigten Staaten von Nordamerika in den letzten fünfzig Jahren die freie Wirtschaft und ihre Gewinne mehr und mehr abgelehnt. Als Beweis werden die rasch anwachsende Steuerbelastung des persönlichen Einkommens sowie die Doppelbelastung der Gewinne der Kapitalgesellschaften erwähnt ³⁾. McCracken ⁴⁾ weist auf die Macht der Gewerkschaften hin, deren Einfluß die Unternehmenspolitik mitbestimmt. Besonders einschneidend für die Vereinigten Staaten empfindet Hall ⁵⁾ die zunehmende öffentliche Bevormundung vieler Unternehmen. Durch Kontrollen und Vorschriften sowie Gründung von Konkurrenzbetrieben beschneidet der Staat dem privaten Unternehmer weitgehend die Entscheidungsfreiheit ⁶⁾. Im australischen Wirtschaftsbereich sehen Sidey ⁷⁾ und Irish ⁸⁾ ähnliche Gefahren für die privaten Betriebe. Sozialisierungsbestrebungen haben nach 1945 vor allem in der englischen Wirtschaft Unruhe gestiftet.

1) Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 10 f.

3) Vgl. ebenda, S. 11.

4) Vgl. McCracken, Harlan Linneus: Value Theory and Business Cycles, 2. Auflage, New York 1936, S. 209.

5) Vgl. Hall, Ford P.: Government and Business, 3. Auflage, New York 1949, Vorwort, S. V.

6) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 62; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: Ebenda, S. 11.

7) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 26.

8) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 441.

Cropper ¹⁾ fordert, politische Ungewissheiten mit der gleichen Sorgfalt zu wägen, die man auf die Berechnung wirtschaftlicher Wagnisse verwendet, bevor über eine Investition entschieden wird. Kinross ²⁾ erwähnt, die englische Stahlindustrie - von der Nationalisierung bedroht - habe es monatelang nicht fertig gebracht, durch Aktienemission aus privaten Kapitalquellen Mittel für wichtige Erweiterungen an sich zu ziehen.

Graham und Dodd ³⁾ setzen dagegen die Meinung, daß die Unternehmungsgewinne von 1941 bis 1950, auch wenn sie im einzelnen widerspruchsvoll erscheinen, kaum eine vollständig pessimistische Zukunftsbeurteilung unterstützen. Die Autoren räumen zwar ein, auf Grund der Steuerbelastungen sei für die Zukunft eine geringere Gewinnmarge zu erwarten als für die Jahre 1935 bis 1939, dieser Nachteil wird nach ihrer Ansicht aber aufgewogen durch die Erfolge der Konjunkturpolitik ⁴⁾.

Nach Samuelson ⁵⁾ ist die Wirtschaftspolitik heute in der Lage, die Volkswirtschaft vor Überkonjunktur und Krise zu bewahren und eine gesunde Wachstumsrate zu ermöglichen. In der deutschen Literatur weist Busse von Colbe ⁶⁾ darauf hin, daß die Abwendung vieler Länder von der rein liberalen Wirtschaftsordnung und die Möglichkeiten der Wachstumsbeeinflussung Konjunkturverläufe und Depressionen im Ausmaß der Weltwirtschaftskrise unwahrscheinlich machen.

Zwar sind für die Zukunft Depressionen in der Wirkung der Weltwirtschaftskrise nicht zu erwarten; damit sinkt das Unternehmerrisiko. Dieser Vorteil wird jedoch mit einem Teil der wirtschaftlichen Freiheit

-
- 1) Vgl. Cropper, P.J.: Stocks and Shares, in: Grundy, Milton: "Money at Work", London 1958, S. 44; Glover, J.D.: The Attack on Big Business, Boston 1954, S. 183 ff.
 - 2) Vgl. Kinross, J.B.: Financing Industry, in: "The Accountant", Vol. 140, London 1959, S. 123.
 - 3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 11.
 - 4) Vgl. ebenda, S. 418.
 - 5) Vgl. Samuelson, Paul, a.a.O., S. 360.
 - 6) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 157; ähnlich auch Diez, Werner, a.a.O., S. 60; Stocker, Max: a.a.O., S. 31 und S. 43.

und der Unternehmerrgewinne bezahlt. Daneben üben aber partielle Konjunkturbewegungen weiterhin einen entscheidenden Einfluß auf die Zukunftserfolge des einzelnen Betriebes aus.

e) Das Risikoprobblem

Der Käufer muß mit der Möglichkeit rechnen, daß die hypothetischen Zukunftserfolge, die sich aus der Extrapolation der Erfolge in früheren Perioden ergeben, ihm tatsächlich nicht oder in geringerem Ausmaß zufließen werden. Wird diese Ungewißheit in der Bewertung berücksichtigt, so ändert sich der Unternehmenswert beträchtlich ¹⁾.

Beurteilt aber der Bewertende zukünftige Entwicklungen, so bewegt er sich in subjektiven Grenzen. "Wenn auch die Schätzung eines Beobachters besser sein mag als die eines anderen, vielleicht weil er überlegenes Wissen, Einfühlungsvermögen oder Erfahrung besitzt, bleibt die beste Schätzung nur eine Schätzung, sie wird nicht zur Gewißheit" ²⁾. "Risiko besteht in dem Maße, wie Unwissenheit herrscht, es besitzt für verschiedene Beobachter unterschiedliches Gewicht, je nach dem Umfang ihrer Kenntnis der untersuchten Zusammenhänge; Risiko ist tatsächlich ein Maßstab für Unwissenheit" ³⁾. Angas ⁴⁾ fordert deshalb vom Bewerter, sich über die Verhältnisse des Kaufobjektes ein Maximum an Kenntnissen zu beschaffen, damit er die Zukunftserfolge möglichst genau taxieren kann. Die stets verbleibende Lücke zwischen Wahrscheinlichkeit und Gewißheit versucht Knight ⁵⁾ zu schließen, indem er

-
- 1) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 265.
 - 2) Ebenda, S. 266: "Although one man's estimate may be better than another's through superior knowledge, intuition, or experience, the best estimate is still only an estimate, not a certainty."
 - 3) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 268: "Chance exists only so far as ignorance exists; varies with different persons according to their comparative ignorance of the matter under consideration; and is in fact a measure of ignorance."
 - 4) Vgl. Angas, Lawrence Lee B.: Investment. Forecasting Movements in Security Prices. Technique of Trading in Shares for Profits, London 1930, S. 1; ähnlich auch Friday, Frank A.: a.a.O., S. 71; Bray, F. Sewell: The Interpretation of Accounts, London 1957, S. 9.
 - 5) Vgl. Knight, Frank Hyman: Risk, Uncertainty, and Profit, Boston 1921, 8. Neudruck, London 1957, S. 233 ff.

Korrelationen von Erfolgshöhe und Erwartungen bildet: "Es ist gerechtfertigt, alle Fälle wirtschaftlicher Unsicherheit als ein Problem der Auswahl zwischen geringen Erfolgen, die zuversichtlich erwartet werden und höheren Erfolgen, die weniger zuversichtlich erwartet werden, zu behandeln" ¹⁾. Seltzer ²⁾ erläutert diese Vorstellung mit folgendem Beispiel, in dem die wahrscheinliche Ertragskraft einer einzelnen Aktie ermittelt werden soll:

möglicher Erfolg in \$	10	8	6	4	2	0
geschätzte Wahrscheinlichkeit für die möglichen Erfolge in %	10	10	20	30	20	10
mathematische Erwartung für die möglichen Gewinne in \$	1	0,80	1,20	1,20	0,40	0

Summe der mathematischen Gewinnerwartungen: 4,60 \$.
=====

Es ist jedoch nicht zweckmäßig, das Risiko einer ganzen Unternehmung einheitlich in dieser Weise zu veranschlagen. Manche Wagnisse treten an bestimmten Stellen des Betriebes auf, etwa beim Anlagevermögen oder bei den Lagervorräten, und sind dort zahlenmäßig erfaßbar. Andere Risiken dagegen bedrohen den Bestand des gesamten Unternehmens, entziehen sich aber der genauen Berechnung. Deshalb gilt für die anglo-amerikanische ³⁾ wie auch deutsche ⁴⁾ Praxis, Risiken, soweit sie zu berechnen sind, im Erfolg zu berücksichtigen, während das allgemeine Unternehmerwagnis durch eine Erhöhung des Kapitalisierungszinsfußes auszugleichen ist.

Verluste, die eintreten können, weil Produktionsanlagen ausfallen, Vorräte entwendet werden oder sonstwie verloren gehen, weil Ausschuß produziert wird oder Feuer- und Wasserschäden auftreten, bereiten

1) Ebenda, S. 237: "It is correct, to treat all instances of economic uncertainty as cases of choice between a smaller reward more confidently and a larger one less confidently anticipated".

2) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 55.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 405.

4) Vgl. Schwantag, Karl: Zins und Kapital in der Kostenrechnung, Frankfurt a.M. 1948, S. 40; Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 79; Stocker, Max: a.a.O., S. 76.

der Bewertung meist keine besonderen Schwierigkeiten. Soweit sie durch Versicherungsgesellschaften übernommen werden, vermindern die Prämien den Erfolg. Auch kann der Unternehmer einzelne Risiken selbst abdecken. Für den zu erwartenden Maschinenbruch beispielsweise lassen sich für jedes Aggregat aus der Vergangenheit Durchschnittswerte gewinnen, nach denen jährliche Rückstellungen zu bilden sind.

Arbeitet der Betrieb mit vielen einzelnen solcher Anlagen, so gleichen sich positive und negative Abweichungen von den Häufigkeitswerten nach der Wahrscheinlichkeitsrechnung aus, so daß die Anforderungen an die Rückstellungen in etwa den Erwartungen entsprechen werden.

Für das Unternehmensganze dagegen kann keine solche Statistik erstellt werden ¹⁾. Die mathematische Erwartung für einen gewogenen Durchschnitt der möglichen Unternehmensgewinne wird sich nur erfüllen, wenn der Investor mit einer hohen Zahl gleicher Investitionen arbeitet ²⁾. Denn auch wenn die Wahrscheinlichkeit verschiedener Zukunftserfolge eines Betriebes mit vollkommener Genauigkeit geschätzt werden könnte, wäre nicht ausgeschlossen, daß sich im Einzelfall doch die tatsächliche Entwicklung vom mathematischen Ergebnis weit entfernt ³⁾. Die Gesetze der Wahrscheinlichkeit gelten nicht für das einzelne Objekt, sondern für eine Vielzahl gleicher Vorgänge. Mit der Zahl der einzelnen Kapitalanlagen, die der Käufer einer Unternehmung besitzt, sinkt darum für ihn das Risiko der neuen Investition. "Je mehr Vermögen ein Mensch besitzt, um so geringer ist die Wahrscheinlichkeit eines ernsthaften Verlustes in irgendeinem mit Risiken verbundenen Unternehmen. ... Der Reiche kann es sich leisten, Millionen zu verlieren, wo der Arme kaum einen Verlust von Hunderten erträgt" ⁴⁾.

1) Vgl. auch Albach, Horst: a.a.O., S. 81.

2) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 267.

3) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 76.

4) Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 277: "The more capital a man possesses, the less is his chance of a serious loss in any enterprise involving risk. ... The rich can well afford to lose millions where the poor could hardly afford to lose hundreds".

Nach Seltzer ¹⁾ sowie Graham und Dodd ²⁾ kann der Begriff der mathematischen Wahrscheinlichkeit für die Unternehmensbewertung nur in einer allgemeinen und übertragenen Weise nutzbar gemacht werden. Für Investitionen lassen sich keine "Lebenserwartungen" ableiten. Selbst wenn man sie auf Grund der Erfahrungen aus der Vergangenheit zusammenstellte, wäre ihr Nutzen für Erfolgsvoraussagen höchst zweifelhaft" Investitionsverluste seien nicht gleichmäßig über die Jahre verteilt, sondern konzentrierten sich in Intervallen, zu Zeiten wirtschaftlicher Depressionen. Somit liefere das Investitionsrisiko ähnliche Versicherungsprobleme wie eine Feuersbrunst oder Epidemie, die ja Ausnahmefälle darstellten und für Feuer- und Lebensversicherungen eine unberechenbare Größe bildeten ³⁾.

Mit einer "Eigenversicherung" kann der Investor dem allgemeinen Unternehmerwagnis ebenfalls nicht entgegentreten. Bestünde zwischen Risiko und Erfolg eine mathematische Beziehung, so würden Graham und Dodd ⁴⁾ jedem Kapitalgeber raten, die niedrigsten Erfolge und damit die höchste Sicherheit zu wählen: Ein Unternehmer habe die Wahl, 1 000 \$ entweder in einer risikolosen Anlage zu investieren und einen Erfolg von 20 \$ zu erzielen oder sie in einer Anlage zu verwenden, die ihm jährlich 70 \$ abwirft, bei der er aber mit einer Möglichkeit von 1 : 20 den Verlust seines Kapitals erwarten muß. Die 50 \$ Mehrertrag der zweiten Investitionsmöglichkeit bilden zwar ein Gegengewicht zum wahrscheinlichen Verlust; verfügt aber der Investor nur über diese eine Anlage von 1 000 \$, kann er für die zusätzlichen 50 \$ nicht das geringste Risiko auf sich nehmen, sein Gesamtkapital zu verlieren.

Bevor ein Unternehmer sich auf einen Preis für das Kaufobjekt festlegt, wird er sich einen Überblick über die Wagnisse verschaffen, die nicht bereits im Erfolg als Versicherungsprämien oder Rückstellungen ausgeglichen wurden, und alle positiven und negativen Möglichkeiten

1) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 76.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 293.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 293.

4) Vgl. ebenda, S. 293 f.

gegeneinander abwägen. Nach dieser Untersuchung ist er darauf vorbereitet, welche Verluste ihn möglicherweise treffen können, und entscheidet sich dann für einen angemessenen Kapitalisierungszins ¹⁾. Die Bewertungslehre kann dem Käufer diese Arbeit nicht abnehmen. Sie beschränkt sich darauf, eine möglichst vollständige Liste der Tatbestände zu bieten, die sich auf die Zukunft der Investition günstig oder ungünstig auswirken können. Wie stark diese Faktoren die Höhe des zu schätzenden Kapitalisierungszinsfußes beeinflussen, bleibt ein psychologischer Vorgang, der mechanisch nicht mehr faßbar ist ²⁾.

Die überwiegende Zahl vertretener Meinungen bestätigt diese Auffassung. So spricht Bonbright ³⁾ von einem psychologischen Risikofaktor und, in Anlehnung an ihn, auch Adamson ⁴⁾ von einer zusätzlichen Risikoprämie. Seltzer ⁵⁾ fordert für den Investor einen zusätzlichen Zins. Nach Campbell ⁶⁾ gewinnt das persönliche Element besonderes Gewicht in der Bestimmung des Risikozuschlags. Graham-Dixon ⁷⁾, Whitton ⁸⁾ sowie Kelley und Lawyer ⁹⁾ erwarten, daß der Käufer sich darüber eine Meinung bildet, welche Kapitalverzinsung er von der Unternehmung fordern muß. Edey sagt: "Makler und Emmissionshäuser bestimmen fortlaufend Ertragsraten. Darum nehme ich an, ein angemessener Satz kann gefunden werden" ¹⁰⁾. Der Käufer kann sich über seine Erwartungen aber

1) Vgl. ebenda, S. 295.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 260; Albach, Horst: a.a.O., S. 130.

3) Vgl. Bonbright, James C.: Ebenda.

4) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 81.

5) Vgl. Seltzer, Lawrence H.: a.a.O., S. 61.

6) Vgl. Campbell, W.G.: a.a.O., S. 394 f.

7) Vgl. Graham-Dixon, L.C.: The Valuation of Minority Holdings in Private Companies for Estate Duty Purposes, in: "The Accountant", Vol. 130, London 1954, S. 63.

8) Vgl. Whitton, James: a.a.O., S. 124.

9) Vgl. Kelley, Pearce C. und Lawyer, Kenneth: How to organize and operate a small business, Englewood Cliffs, N.J. 1955, S. 128.

10) Edey, H.C.: a.a.O., S. 16: "Stockbrokers and issuing houses are continually assessing rates of return. Hence I shall assume that an appropriate rate can be found".

nur Klarheit verschaffen, wenn er alle Möglichkeiten erkennt, die seine Investition vielleicht unsicher machen. Somit sind die "seitenlangen Aufzählungen der einzelnen Risiken hier" nicht so "sinnlos" ¹⁾, wie Kolbe glaubt. Darum erlaubt auch die deutsche Literatur dem persönlichen Element bei der Einschätzung von Risiken im Zinsfuß weitgehend Spielraum. Mellerowicz bezeichnet den Ansatz des allgemeinen Unternehmerwagnisses als "eine Sache von Temperament und Glauben" ²⁾. Er nimmt jedoch an, die kaufmännische Vorsicht werde das Risiko zu hoch einschätzen ³⁾, während Hardy ⁴⁾ dem Investor häufige unbegründet optimistische Erwartungen unterstellt. Lackmann ⁵⁾ erklärt, daß der Wagniszuschlag letztlich nach dem Ermessen zu entscheiden sei. Busse von Colbe läßt den Investor seinen Kalkulationszinsfuß "so hoch wählen, daß er das von ihm eingegangene Unternehmerwagnis im Vergleich zu risikoarmen Kapitalanlagen in voller Höhe gedeckt glaubt" ⁶⁾. Auch Stocker ⁷⁾ zieht die subjektive Wagnisschätzung allen scheinbar exakten Berechnungsmethoden vor. Das widerspricht allerdings seiner Vorstellung von einem "objektiven, rein wissenschaftlich abstrakten Gesamtwert einer Unternehmung" ⁸⁾. Hartmann glaubt, man könne die subjektive Festsetzung des Risikozuschlags durch eine "Branchenuntersuchung mittels mathematisch-statistischer Verfahren" ⁹⁾ umgehen. Wenn aber für einen Einzelbetrieb kein gültiger Wert zu finden ist, wird der Bewertende auch für eine Gruppe von Betrieben verbindliche Größen nicht bestimmen können. Zudem fällt das Risiko einer Unternehmung nur im Ausnahmefall mit dem durchschnittlichen Risiko ihres Wirtschaftszweiges zusammen ¹⁰⁾.

1) Vgl. Kolbe, Kurt: a.a.O., Vorwort.

2) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 79.

3) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 80.

4) Vgl. Hardy, C.O.: Risk and Risk-Bearing, New York 1931, S. 34 ff.

5) Vgl. Lackmann, Fritz, a.a.O., S. 63 f.

6) Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 121.

7) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 81.

8) Ebenda, S. 9.

9) Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 193 f.

10) Vgl. Most, Kenneth S.: a.a.O., S. 250.

Ausgehend von dem Gedanken, das allgemeine Unternehmerwagnis bestehe in einem Abweichen zukünftiger Erfolgsziffern von den Größen der Vergangenheit, versucht Bußmann ¹⁾ mit Hilfe statistischer Methoden das Unsicherheitsmoment zu erfassen.

Er bestimmt den Erfolgstrend der Unternehmung während eines Konjunkturzyklus der Vergangenheit und vergleicht ihn mit den tatsächlich erzielten Gewinnen, um die Summe aller Abweichungen zwischen den beiden Größen bestimmen zu können. Diesen Wert setzt er mit der Summe aller tatsächlichen Gewinne ins Verhältnis und berechnet daraus einen Prozentsatz, den er als Wagniskoeffizient bezeichnet.

Zu dieser Rechnung ist kritisch zu sagen, daß statistische Größen allein über die allgemeinen Unterwagnisse keine zuverlässige Auskunft geben. Der Bewertende kann sich bei der Bemessung des Risikozuschlags nicht auf zahlenmäßige Nachweise verlassen, sondern muß vorwiegend qualitative Faktoren wie Marktstellung, technische Entwicklung, Bedarfsverschiebungen, berücksichtigen ²⁾.

3. Kapitalisierungsfaktor

Zukünftige Erfolge besitzen einen Gegenwartswert, der geringer ist als ihr Nominalbetrag. Für die Unternehmensbewertung sind sie deshalb auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

Soll ein Unternehmen bewertet werden, dessen Lebensdauer fest begrenzt ist und das nach seiner Tätigkeit noch einen Liquidationserlös einbringen wird, so bestimmt sich sein Gesamtwert nach der Formel:

$$W = \frac{E_1}{q} + \frac{E_2}{q^2} + \frac{E_3}{q^3} \dots\dots + \frac{E_n}{q^n} + \frac{L}{q^n}$$

-
- 1) Vgl. Bußmann, Karl F.: Das betriebswirtschaftliche Risiko, a.a.O., S. 76 ff. und Die Funktion des Wagnisses bei der Unternehmensbewertung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 20. Jg., Wiesbaden 1950, S. 706 ff.
- 2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 68 ff.; vgl. auch die Kritik bei Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 111 f.

Kurzlebige Unternehmen, z.B. Bergwerke, deren Bodenschätze in wenigen Jahren abgebaut sein werden, werden gelegentlich so bewertet, indem die Barwerte der einzelnen noch zu erwartenden Zukunftserfolge addiert werden ¹⁾.

Bei der Bewertung von Betrieben, deren Lebensdauer nicht genau abzuschätzen ist, wird meist kein Liquidationswert berücksichtigt. Da es außerdem zweifelhaft ist, ob die Schwankungen der Zukunftserfolge richtig vorausgesehen werden können, rechnen anglo-amerikanische Autoren grundsätzlich mit einer Reihe gleichbleibender Gewinne, deren Kapitalwert sie als den Gesamtwert der tatsächlichen Erfolge ansehen ²⁾. Der Unternehmenswert folgt dann als der Barwert einer unbegrenzten nachschüssigen Rente:

$$W = \frac{E}{q^n} \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1}$$

Da n als unendlich angesehen werden kann, läßt sich daraus die einfache Kapitalisierungsformel entwickeln:

$$W = \frac{E \cdot 100}{p}$$

"Der Zins wirkt als Verbindungsglied zwischen dem Wert der Erfolge und dem Wert des Kapitals, und mit Hilfe dieser Verbindung ist es möglich, für jede beliebige Erfolgsreihe ihren Kapitalwert abzuleiten, das heißt Erfolge zu "kapitalisieren" " ³⁾. Dieser Schluß wird von der Überlegung gestützt, daß ein Kapitalwert in jedem Zeitpunkt von

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 262.

2) Vgl. Bonbright, James C.: ebenda; Hicks, John Richard: a.a.O., S. 184.

3) Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O., S. 202: "The rate of interest acts like a link between income-value and capital-value, and by means of this link it is possible to derive from any given income-value its capital-value, i.e. to "capitalize" income".

den zukünftigen Erfolgen bestimmt wird. Ein Kapitalwert ohne erwartete Erfolge ist unmöglich ¹⁾. Quantitativ gesehen entstehen die Erfolge aus dem Kapital. Für die Bewertung ist diese Betrachtung umzukehren: aus den Erfolgen geht der Kapitalwert hervor ²⁾.

a) Die Bestimmung des Kapitalisierungsfaktors

Bei der Bewertung nach den Zukunftserfolgen ist die Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors der schwierigste und, von der Wirkung her gesehen, wichtigste Schritt ³⁾. Hier sind subjektive Entscheidungen besonders schwer zu vermeiden, so daß die Meinungen der Parteien über den berechtigten Ansatz oft weit auseinanderlaufen ⁴⁾. Nur wenige Autoren der anglo-amerikanischen Literatur versuchen, die Frage nach der Wahl des Kapitalisierungsfaktors gründlich zu beantworten ⁵⁾. Einige gehen vom Zins risikoarmer Anlagen (gilt-edged securities) aus ⁶⁾. Diesen Betrag erhöhen sie, bis ihnen das besondere Wagnis des Bewertungsobjektes aufgewogen erscheint. Der Bewertende fragt sich also, welche Kapitalverzinsung der Betrieb erbringen müßte, entsprechend seiner Gefährdung. Als risikoarme Anlagen betrachtet Sidey ⁷⁾ erstklassige Hypotheken, die in Australien 1950 mit etwa 5 % verzinst wurden. Von dieser Grundlage aus versucht er, die verschiedenen Wirtschaftszweige in eine Skala steigender Wagnisse einzuordnen. Dem Bewertungsobjekt weist er dann seinen Platz in dieser Abstufung an ⁸⁾. Nach seiner Auffassung darf die Zinsrate für die Kapitalisierung 8 % nie unterschreiten. In gewöhnlichen Fällen soll sie sich zwischen 8 % und 12,5 % bewegen und kann ausnahmsweise auf 15 % ansteigen ⁹⁾.

1) Vgl. ebenda, S. 231.

2) Vgl. ebenda, S. 327.

3) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 266.

4) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 108.

5) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 264 und S. 266.

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 260; Seed, H.E.: a.a.O., S. 120; Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 25 ff; Campbell, W.G.: a.a.O., S. 394; Dent, W.T.: Accountancy explained, London 1957, S. 207; Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 448 f.

7) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 25.

8) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 26.

9) Vgl. ebenda, S. 27.

Investitionen nach ihrem Branchenrisiko einzuteilen, ist ein recht grobes Mittel, den Kapitalisierungszinsfuß festzustellen. Die Frage nach der Höhe des Risikos in einzelnen Branchen ist nicht leichter zu beantworten, als jene nach dem wirklichen Risiko im einzelnen Betrieb. Zudem stimmt das Risiko der individuellen Unternehmung meist nicht mit dem Branchenrisiko überein. Darum wird der Käufer es ablehnen, daß dem Kapitalisierungszinsfuß Grenzen gesetzt werden, über die er nicht hinausgehen darf.

Dent ¹⁾ wählt als Basis die Verzinsung von Staatspapieren. Er überläßt es dem Bewerter, im Einzelfall zu entscheiden, wie weit das höhere Wagnis des Bewertungsobjektes den Kapitalisierungszinsfuß hinauftreibt ²⁾.

Während aber die anglo-amerikanische Praxis den Kapitalisierungszinsfuß nur selten durch Abwandlung des festen Zinssatzes risikoarmer Anlagen bestimmt, wird dies Verfahren in der deutschen Literatur allgemein vorgeschlagen ³⁾.

Hartmann ⁴⁾ zählt Staats- und Kommunalanleihen, Industrieobligationen, Pfandbriefe und erstklassige Hypotheken als risikoarme Anlagen auf.

Mellerowicz ⁵⁾ spricht vom Ertrag risikofreier Anlagen, ohne sich für bestimmte Objekte zu entscheiden. Er nennt einmal das Mittel aus Diskontsatz und Effektivverzinsung der Industrieobligationen ⁶⁾. An

1) Vgl. Dent, W.T.: a.a.O., S. 207.

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 260; Seed, H.E.: a.a.O., S. 120; Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 449.

3) Vgl. Löbel, Georg: Der ideelle Geschäftswert vom betriebswirtschaftlichen, handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Standpunkt, Diss. Frankfurt a.M. 1933, S. 21; Gelhausen, Fritz: a.a.O., S. 6; Hax, Karl: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, a.a.O., S. 38; Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 193; Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 77; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 219, Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 75, Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1066, Unternehmungswert und Börsenkurs, a.a.O., S. 9; Viel, Jakob: Der Unternehmungswert. Probleme und Methoden seiner Bestimmung: a.a.O., S. 68; Kolbe, Kurt: a.a.O., 1. Auflage, S. 55, 2. Auflage, S. 91.

4) Vgl. Hartmann, Bernhard: a.a.O., S. 193.

5) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 77.

6) Vgl. ebenda, S. 165.

anderer Stelle erwähnt er langfristige mündelsichere Papiere in Form von Staats- und Kommunalanleihen, Industrieobligationen, Goldpfandbriefen und erststelligen Hypotheken ¹⁾. Es ist allerdings theoretisch nicht einwandfrei, hier von risikolosen Investitionsmöglichkeiten zu reden, weil jede Kapitalhergabe dem Investor Wagnisse aufbürdet. Neben diesem langfristigen Zinssatz will Mellerowicz ²⁾ Auch die Branchenrendite berücksichtigen, da sie ihm Ausdruck zweigwirtschaftlicher Risiken zu sein scheint. Dagegen wehrt sich jedoch Diez ³⁾, weil in der Branchenrendite neben dem Zins auch Friktions- und Monopolgewinne enthalten sein könnten. Somit liefert die Branchenrendite kein Maß für das Risiko der einzelnen Unternehmung. Zudem ist es strittig, ob die Rendite eines Wirtschaftszweiges immer ausreichend genau bestimmt werden kann ⁴⁾.

Paton ⁵⁾, Graham und Dodd ⁶⁾ sowie Adamson ⁷⁾ und Graham-Dixon ⁸⁾ leiten den Kapitalisierungsfaktor aus der Rendite börsengängiger Anteilspapiere ab. Adamson ⁹⁾ glaubt nicht, für diesen Verfahrensschritt auf die Entscheidung des Marktes ganz verzichten zu können. Zwar besäßen Börsenkurswerte grosse Mängel, doch bildeten sie den günstigsten Zugang zum Kapitalisierungsfaktor sowohl für risikoarme Anlagen, wie auch für Aktien der Gesellschaften, die dem Bewertungsobjekt sehr ähnlich sind ¹⁰⁾. "Der logische Weg zum Kapitalisierungsfaktor scheint der gleiche zu sein, wie zur Schätzung zukünftiger Erfolge, nämlich durch das Studium der Vergangenhitsausweise, die man entweder über-

1) Vgl. ebenda, S. 172.

2) Vgl. ebenda, S. 79.

3) Vgl. Diez, Werner: a.a.O., S. 70.

4) Vgl. Münstermann, Hans: Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1066; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 134.

5) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. S73.

6) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 454 ff.

7) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 130 ff.

8) Vgl. Graham-Dixon, L.C.: a.a.O., S. 63.

9) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 130.

10) Vgl. ebenda, S. 131.

nimmt oder ändert, wenn vernünftige Überlegungen dies fordern" ¹⁾. Für den amerikanischen Wirtschaftsbereich können Graham und Dodd ²⁾ auf die Dow-Jones Liste von Unternehmenserfolgen, Börsenwerten und Kapitalisierungsfaktoren zurückgreifen. Dieser Index umfaßt 30 der bedeutendsten Aktiengesellschaften der Vereinigten Staaten von Nordamerika; für die Perioden 1936 bis 1940 und 1945 bis 1949 zeigt er folgende Relationen: (s.S. 130)

Der Vergleich der Börsenkurswerte der Anteile und der Erfolge der Unternehmen je Anteil liefert nach dem Dow-Jones Index für die Jahre 1936 bis 1940 einen Multiplikator von 15,1. Das bedeutet, der Wert eines Unternehmens beträgt im Durchschnitt das 15,1fache seiner Erfolge. Da der Multiplikator gleich dem Quotient aus Hundert und dem Kapitalisierungszins ist ($\frac{100}{p}$), entspricht der Wert von 15,1 einem Zinsfuß von

$$p = \frac{100}{15,1}$$

$$p = 6,62 \% .$$

=====

Im Jahre 1950 hielten Graham und Dodd ³⁾ den Multiplikator von 15,1 allgemein für eine brauchbare Verhandlungsgrundlage, von der im einzelnen Bewertungsfall ausgegangen werden konnte. Den Faktor 10 der Jahre 1945 bis 1949 lehnen sie ab und begründen ihre Entscheidung mit folgender Überlegung ⁴⁾:

-
- 1) Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 456: "The logical approach to the earnings multiplier would seem to be the same as to the estimate of future earnings - i.e., by studying the past record, and either accepting it or modifying it as rational considerations would dictate".
 - 2) Vgl. ebenda, S. 205.
 - 3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, New York 1951, S. 456. Eine neuere Ausgabe des Dow-Jones Index konnte in Deutschland nicht beschafft werden.
 - 4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., S. 456 f.

AVERAGE PRICES AND PRICE-EARNINGS RATIOS

Component stock	Average earnings 1936-1940 1)	Average price high-low, 1936-1940 2)	Price earnings ratio 3)	Average earnings 1945-1949 1)	Average price high-low, 1945-1949 2)	Price earnings ratio 3)
Allied Chemical & Dye	\$ 9.46	\$ 179.60	19.0×	\$ 13.08	\$ 182.35	14.0×
American Can	5.67	101.51	17.9×	6.80	92.81	13.7×
American Smelting & R.*	4.20	47.70	11.3×	8.53	49.90	5.8×
American Tel. & Tel.	9.88	156.60	15.9×	9.03	163.51	18.1×
American Tobacco Co.	4.87	82.70	17.0×	6.17	74.00	12.0×
Bethlehem Steel*	1.94	23.19	11.9×	6.22	30.90	5.0×
Chrysler*	4.74	41.13	8.7×	8.11	56.24	6.9×
Corn Products	3.20	61.94	19.3×	4.56	65.42	14.3×
Du Pont*	1.67	37.25	22.3×	2.84	47.15	16.6×
Eastman Kodak*	1.68	32.00	19.0×	3.43	43.54	12.7×
General Electric	1.61	40.64	25.3×	3.08	39.60	12.9×
General Foods	2.51	38.07	15.2×	3.67	43.43	11.8×
General Motors	4.06	49.61	12.2×	7.29	62.68	8.6×
Goodyear Tire & Rubber	3.04	26.60	8.8×	11.32	51.00	4.5×
International Harvester*	1.39	22.40	16.1×	2.88	28.24	9.8×
International Nickel	2.56	46.25	18.1×	2.06	31.76	15.4×
Johns-Manville*	1.52	30.60	20.2×	3.42	41.44	12.1×
Loew's, Inc*	2.14	16.10	7.5×	2.17	24.08	11.6×
National Distillers*	1.22	8.36	6.9×	3.54	21.18	6.0×
National Steel*	1.97	22.39	11.4×	3.75	28.73	7.7×
Procter & Gamble*	2.30	36.32	15.8×	3.79	43.47	11.4×
Sears Roebuck*	1.41	18.40	13.1×	4.14	37.40	9.1×
Standard Oil of Calif.	2.06	32.00	15.5×	8.04	55.61	6.9×
Standard Oil of N.J.	4.01	50.05	12.5×	8.66	70.53	8.2×
Texas Co.	3.61	43.10	12.0×	8.10	58.68	7.3×
Union Carbide*	1.34	26.83	20.0×	2.56	35.16	13.7×
United Aircraft	2.73	32.70	12.0×	3.14	25.88	8.3×
U.S. Steel*	1.23	21.78	17.7×	3.40	24.74	7.3×
Westinghouse Electric*	1.14	27.17	18.9×	3.02	29.15	9.6×
Woolworth	3.05	46.35	15.2×	3.84	48.13	12.5×
Total	\$92.51	\$1,399.34	15.1×	\$160.64	\$1,606.71	10.0×
Dow-Jones Ind. (as actually reported)	9.53	144.00	15.1×	17.73	179.5	10.1×

* Adjusted for split-ups through 1949.

Erläuterungen:

- 1) Durchschnittsgewinne 1936-1940/1945-1949;
- 2) Durchschnittsbörsenkurse 1936-1940/1945-1949;
- 3) Verhältnisse der Durchschnittsbörsenkurse und Durchschnittsgewinne 1936-1940/1945-1949.

Langfristige Vergleiche lassen erkennen, daß die Dividenden der im Dow-Jones Index erfaßten Gesellschaften die Zinsen erstklassiger Industrieobligationen um etwa 50 % übertreffen:

$$D = Z + \frac{50 \cdot Z}{100} \quad 1)$$

Im allgemeinen wenden die Unternehmen rund die Hälfte ihrer Erfolge für Dividendenzahlungen auf:

$$E = D + \frac{50 \cdot D}{100} \quad 1)$$

Aus den beiden Gleichungen läßt sich für den durchschnittlichen Erfolg die Beziehung ableiten:

$$E = Z + \frac{50 \cdot Z}{100} + \frac{50 \cdot (Z + \frac{50 \cdot Z}{100})}{100}$$

$$E = 2,25 \cdot Z$$

=====

Die Unternehmenserfolge erreichen somit im Mittel den 2 1/4fachen Betrag der Obligationenverzinsung.

In der Dekade 1940 bis 1950 erbrachten gute Anleihen einen Ertrag von rund 3 %. Danach läßt sich der Kapitalisierungszins mit $3 \cdot 2,25 = 6 \frac{3}{4}$ % oder ein Multiplikator von rund 15 nach dem Dow-Jones Index rechtfertigen.

Die im Dow-Jones Index zusammengefaßten Unternehmen besitzen durch ihre Größe, finanzielle Stabilität und günstige Entwicklung Qualitäten, die sie über den Durchschnitt der amerikanischen Industriebe-

1) Erläuterung der Symbole:

D = Dividenden;

E = Erfolg;

Z = Obligationenzins.

triebe hinausheben. Bei anderen Unternehmen entscheiden sich Graham und Dodd ¹⁾ deshalb für einen mittleren Multiplikator von 13, ohne eine rationale Begründung geben zu können. Er entspricht einem Zinsfuß von 7,80 %.

Die landesüblichen Zinsfüße weichen von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft voneinander ab, weil Kapitalangebot und Kapitalnachfrage unterschiedliche Relationen aufweisen und gewöhnlich auch die Zinshöhe künstlich beeinflusst ist ²⁾. So ist es zu erklären, daß Sidey für Australien einen Kapitalisierungszinsfuß von mindestens 8 % verlangt, während Graham und Dodd ihn in den Vereinigten Staaten mit 6,75 % bis 7,80 % ansetzen. Ähnlich wie Graham und Dodd hat auch Goode ³⁾ die Ertragsverhältnisse bei börsennotierten Anteilen untersucht. Seine Studie betrifft die Periode 1932 bis 1936 und basiert auf Angaben in "Moody's Manual of Investments, Industrial Securities". Als Ergebnis fand Goode ⁴⁾ für diese Periode folgende durchschnittlichen Renditen:

Herstellungsbetriebe	6,51 %
Handelsbetriebe	7,20 %
Bergbauunternehmen	6,20 %
Dienstleistungsbetriebe	6,50 %
sonstige Unternehmen	6,80 %
Gesamtdurchschnitt ⁵⁾	6,57 %

Um zu prüfen, ob der untersuchte Zeitraum als repräsentativer Ausschnitt gelten kann, hat der Autor ⁶⁾ eine Untersuchung zusätzlich auch für die Jahre 1927 bis 1936 durchgeführt. Als den Gesamtdurchschnitt für diese Zeit berechnete er einen Ertragssatz von 6,96 %.

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., S. 458.

2) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 219.

3) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 7 ff.

4) Vgl. ebenda, S. 10 f.

5) Der Gesamtdurchschnitt wurde aus den einzelnen Jahresdurchschnitten errechnet; deshalb weicht er gegenüber dem Mittelwert aus den aufgeführten Renditen um die geringfügige Differenz von 0,092 ab.

6) Vgl. Goode, Richard: a.a.O., S. 13.

Wenn auch die Arbeit von Goode inzwischen einen großen Teil ihrer Aktualität eingebüßt hat, kann sie doch als Bestätigung der von Graham und Dodd vertretenen Auffassung gewertet werden. Demnach ist der Bewertende berechtigt, in den Vereinigten Staaten von Amerika den Kapitalisierungszins aus dem Grundbetrag von 6,66 % abzuleiten.

Im Gegensatz zu Goode, sowie Graham und Dodd wollen Paton ¹⁾, Adamson ²⁾ und Read ³⁾ den Kapitalisierungszins nicht auf breiter Basis entwickeln, sondern wählen ein dem Bewertungsobjekt möglichst ähnliches Unternehmen. "Den besten Vergleich liefern die Anteile von Gesellschaften, deren Tätigkeiten, Größe und Geschichte dem zu bewertenden Unternehmen am meisten entsprechen" ⁴⁾, "... selbst wenn es nur eine einzige Notierung dieser Art gibt" ⁵⁾. Übereinstimmung zwischen Bewertungsobjekt und Vergleichsunternehmen läßt sich aber nur in Ausnahmefällen finden. Vor allem Produktionsbetriebe bilden individuelle Einheiten. Darum muß der Betrieb, dessen Rendite dem Prüfer den Kapitalisierungsfaktor für sein Bewertungsobjekt liefern soll, erst vergleichbar gemacht werden.

Die Prüfung darf sich nicht auf die betrieblichen Daten der beiden Unternehmen beschränken; es ist ebenso zu untersuchen, ob das Verhältnis von Börsenkurs und Erfolg des Vergleichsbetriebes kritiklos übernommen werden kann. Adamson erklärt darum kursorisch zunächst die Bedeutung der Börsenwerte ⁶⁾ und behandelt danach einige Fragen des Betriebsvergleichs ⁷⁾. Die Fülle der hierbei zutage tretenden Probleme hindert ihn jedoch, konkrete Grundsätze herauszuarbeiten. Letztlich muß der Bewertende nach seinem Ermessen entscheiden ⁸⁾. Graham und

1) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 425.

2) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 132 ff.

3) Vgl. Read, M.R.: a.a.O., S. 381 f.

4) Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 134: "The best comparison is obtainable from stocks of companies whose activities, size and history resemble mostly those of the business which is required to be valued."

5) Ebenda, S. 148: "... even if there is only one such stock."

6) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 59 ff.

7) Vgl. ebenda, S. 137 ff.

8) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 149.

Dodd ¹⁾ halten es für gefährlich, Kapitalisierungsfaktoren aus der Rendite einzelner Unternehmen abzuleiten, weil die Börse psychologisch und nicht logisch reagiert. Der Multiplikator eines Betriebes kann von einer erwarteten Gewinnsteigerung beeinflusst sein. Wenn dieser überhöhte Multiplikator auf die sorgfältig ermittelten Zukunftserfolge des zu bewertenden Betriebes angewandt wird, wirkt der Gewinnrendite doppelt: im Kapitalisierungsfaktor wie auch im Erfolg. Die Unternehmung ist überbewertet. Aus ähnlichen Gründen lehnt auch Irish ²⁾ einzelne Aktienrenditen als Maßgrößen im Rahmen der Unternehmensbewertung ab.

Mit der Auswahl bestimmter Aktien kann Adamson zudem nicht die Unsicherheit ausschalten, die mit jeder Ableitung des individuellen Kapitalisierungszinses verbunden ist. Während bei der üblichen Rechnung - Ausgang von einer Basiszinsrate - der psychologische Faktor sich in den Zuschlägen für die besonderen Risiken des Bewertungsobjektes auswirkt, verlegt Adamson diesen Vorgang in die Arbeiten für den Vergleich zweier Betriebe. Außerdem ist der Vergleichsbetrieb dem Prüfer nicht immer zugänglich, so daß wichtige Einflüsse, die für eine Änderung der ermittelten Werte sprechen würden, unbekannt bleiben. Most ³⁾ betont nachdrücklich, daß zwei Konkurrenzbetriebe nie dem gleichen Wagnis unterworfen sind. So entscheidet sich auch Münstermann ⁴⁾ für die Aktienrendite eines ganzen Wirtschaftszweiges, dem der zu bewertende Betrieb angehört.

Die Rechnung Adamsons erfordert zudem einen bedeutenden Mehraufwand gegenüber dem von Graham und Dodd erläuterten Verfahren, weil neben dem Bewertungsobjekt auch der Vergleichsbetrieb genau zu analysieren ist. Dieser Mehraufwand wird sich nicht immer rechtfertigen lassen. Auch bergen Betriebsvergleich und Korrektur von Börsenwerten mehr

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 457 f.

2) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 449.

3) Vgl. Most, Kenneth S.: a.a.O., S. 250.

4) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 76.

Probleme, als Adamson in wenigen Kapiteln andeuten kann. Vergleiche können deshalb in diesem Bereich nicht genau sein ¹⁾. In der deutschen Literatur erläutern Schmalenbach ²⁾ und Münstermann ³⁾ die Ermittlung des Kapitalisierungszinses aus der Rendite börsennotierter Aktien. Zum Ausgangspunkt wählen sie die Aktienrendite von Gesellschaften, die der Branche des zu bewertenden Unternehmens angehören. Dazu kommen die den Wagnissen entsprechenden Aufschläge für den einzelnen Betrieb. Schmalenbach und Münstermann gehen somit einen mittleren Weg zwischen den extremen Rechnungen mit einzelnen Vergleichsbetrieben oder mit dem Durchschnitt aus den wichtigsten börsenfähigen Aktien verschiedener Branchen. Jedoch haben die Wirtschaftsunruhen aus den Nachwirkungen des Krieges die Kapitalmarktverhältnisse in unserem Land derart gestört, daß lange Zeit mit der Aktienrendite nicht gerechnet werden konnte ⁴⁾. So ist es verständlich, daß die deutsche Nachkriegsliteratur über Unternehmensbewertungen den Kapitalisierungsfaktor aus der Effektivverzinsung risikoarmer Anlagen ableitet.

b) Risikoüberücksichtigung im Kapitalisierungsfaktor

Hicks ⁵⁾ äußert, mit zunehmender Unternehmensgröße steige auch das Risiko des Investors. Graham und Dodd ⁶⁾ aber halten kleine Betriebe für gefährdeter als große Unternehmen, weil sie häufig geringen finanziellen Rückhalt besitzen und unerwarteten Ereignissen ohne besondere Reserven ausgeliefert sind. Dagegen bieten allerdings kleine Betriebe dem Käufer die Chance einer besonders großen Wachstumsrate. Graham und Dodd ⁷⁾ weisen auf das Beispiel der Zigarettenfabrik Philipp Morris, Inc., New York, hin, deren Reingewinne von 1934 bis

1) Vgl. Graham-Dixon, L.C.: a.a.O., S. 63.

2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 52 ff.

3) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 76.

4) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 52 f.; Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 76.

5) Vgl. Hicks, John Richard: a.a.O., S. 200.

6) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., S. 301. 3. Auflage.

7) Vgl. ebenda, 2. Auflage, S. 691.

1939 um 1200 % stiegen. Während derselben Zeitspanne sprang der Börsenkurswert des Unternehmens von 5 000 000 \$ auf 90 000 000 \$, ein Vorgang, den Graham und Dodd bei der mächtigen American Tobacco Co. für höchst unwahrscheinlich halten. Von deutschen Autoren, die die Unternehmensgröße als Risikofaktor erwähnen, sind vor allem Reuther ¹⁾, Schmalenbach ²⁾, Mellerowicz ³⁾, Felten ⁴⁾ und Stocker ⁵⁾ zu nennen.

Nach Reuther ⁶⁾ und Felten ⁷⁾ besitzen Großbetriebe bessere Forschungsmöglichkeiten als ihre unbedeutenden Konkurrenten und sollen sich leichter der technischen Entwicklung anpassen können.

Stocker ⁸⁾ weist darauf hin, Großbetriebe würden in Krisenzeiten von der öffentlichen Hand aus sozialpolitischen Gründen gestützt, trügen somit ein vermindertes Konjunkturrisiko. Risikosteigernd mache sich dagegen bei kapitalintensiven Produktionsstätten die Last der fixen Kosten bemerkbar. Darum sei ein solches Unternehmen "darauf angewiesen, daß seine Produktivität ⁹⁾ dauernd ausgenützt wird" ¹⁰⁾. Diese beiden Gedanken widersprechen sich. Zudem verwechselt Stocker fixe Kosten mit fixen Ausgaben. In Krisenzeiten werden Unternehmungen nicht vernichtet, wenn sie hohe fixe Kosten tragen, sondern wenn sie einen Ausgabenüberschuß nicht abbauen können, etwa weil langfristige Miet- oder Anstellungsverträge geschlossen wurden oder Lohnzahlungen sich nicht der Betriebssituation anpassen lassen.

Anglo-amerikanische Autoren untersuchen darum eingehend die aus der Ausgabenstruktur fließenden Gefahren. McCracken ¹¹⁾ sieht besonders in der Entwicklung der Lohnpolitik ein wachsendes Investitionsrisiko.

1) Vgl. Reuther, Waldemar: a.a.O., S. 68.

2) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 51.

3) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 82.

4) Vgl. Felten, Jean Baptiste: a.a.O., S. 108 f.

5) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 77.

6) Vgl. Reuther, Waldemar: a.a.O., S. 68.

7) Vgl. Felten, Jean Baptiste: a.a.O., S. 133.

8) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 77.

9) Stocker meint die Kapazität des Betriebes.

10) Stocker, Max: a.a.O., S. 77.

11) Vgl. McCracken, Harlan Linneus: a.a.O., S. 209 ff.

Hohe Barausgaben zwingen die Unternehmungen, auch in Depressionszeiten ihre Preise zu halten. Die Krise verschärft sich dadurch. Er leitet diese Auffassung aus einer Statistik ab, in der durchschnittliche Preis- und Absatzänderungen für zehn Industriezweige während der Jahre 1929 bis 1933 verglichen werden ¹⁾:

Produktionszweig	Preisfall in Prozent der Basis 1929	Absatzrückgang in Prozent der Basis 1929
Landwirtschaftliche Maschinen	6	80
Fahrzeuge	16	80
Zement	18	65
Eisen und Stahl	20	83
Autoreifen	33	70
Textilien	45	30
Nahrungsmittel	49	14
Leder	50	20
Erdöl	56	20
Landwirtschaftliche Erzeugnisse	63	6

Wirtschaftszweige, die in ihrer Preispolitik noch frei sind, zeigen nach dieser Zusammenstellung den geringsten Absatzrückgang; das Ergebnis behält sein Gewicht, auch wenn man berücksichtigt, daß bei vielen Erzeugnissen eine relativ starre Nachfrage den Absatz hochhält.

Die Finanzierung mit Fremdkapital führt ebenfalls zu festen Ausgaben. Graham und Dodd ²⁾ setzen sich nachdrücklich dafür ein, Unternehmungen mit Gläubigerkapital zu finanzieren, warnen jedoch davor, die Liquidität mit Zinszahlungen übermäßig zu belasten. Bei einem Wechsel

1) Ebenda, S. 210.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 464 ff.

in der Finanzierung empfehlen sie, im Einzelfall die optimale Kapitalstruktur zu bestimmen ¹⁾.

Das Beispiel der Firma A.E. Staley, Mfg., Decatur, Ill., Herstellerin von Getreideprodukten, zeigt die Gefahren fester Kapitalverpflichtungen für die Erfolge des Eigenkapitals ²⁾:

A.E. Staley Mfg. (Alle Beträge in Tausend Dollar)

Jahr	Reingewinn vor Abzug der Zinsen und Vorzugsdivi- denden	Zinsen und Vorzugsdivi- denden	Eigenkapital- gewinne/-verluste
1924	920	439	481 (G.)
1925	340	358	18 (V.)
1926	1 938	430	1 508 (G.)
1927	772	541	231 "
1928	850	696	154 "
1929	2 523	757	1 766 "
1930	787	708	79 "
1931	196	692	496 (V.)
1932	793	678	115 (G.)
1933	1 820	652	1 168 "

Bloomberg ³⁾ erwähnt gleichfalls kurz die Nachteile der festen, regelmäßig wiederkehrenden Zinszahlungen. Adamson ⁴⁾ fügt noch hinzu, auch die Ausgaben für die Tilgung des Fremdkapitals seien zu beachten.

Einen für Käufer wie Verkäufer falschen Wert errechnet der Prüfer jedoch, wenn er mit Kolbe ⁵⁾ von der tatsächlichen Kapitalstruktur abstrahiert und ein Normalverhältnis für Fremd- und Eigenkapital der

1) Vgl. ebenda, S. 469 f.

2) Vgl. ebenda, S. 559; das Beispiel wurde für den Zweck dieser Darstellung vereinfacht.

3) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 61 f.

4) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 139.

5) Vgl. Kolbe, Kurt: a.a.O., S. 52.

Bewertung zugrundelegt oder mit Stocker ¹⁾ das Risiko der Kapitalstruktur gar nicht berücksichtigt.

Auch fiskalische Forderungen an die Unternehmung bestimmen das Risiko der Ausgabenstruktur mit ²⁾. Die im Afrika-Handel tätige englische Firma John Holt & Co., Liverpool, wurde 1953 steuerlich bewertet, weil der Hauptgesellschafter gestorben war und der Fiskus die Erbschaftsteuer einforderte. Die Steuerbehörde setzte den Wert eines Anteils im Nominalbetrag von 1 £ auf 1.14.0. £ = 170 % fest. Im folgenden Steuerstreitverfahren erkannte das Gericht die finanzielle Position der Unternehmung als sehr gefährdet. Die Firma John Holt & Co. konnte infolge "konfiskatorischer Besteuerung" trotz hoher Gewinne während des zweiten Weltkrieges keine ausreichenden Reserven bilden. Für die Schwierigkeiten, die sich in den britischen Einflußgebieten nach dem Kriege zeigten, war sie daher nur ungenügend gerüstet. Nach Meinung des Gerichtes würde jeder Käufer diesen Umstand beachten ³⁾. Der Steuerwert eines Anteils wurde auf 0.17.2. £ = 85,8 % gesenkt.

May ⁴⁾ und Cutforth ⁵⁾ weisen allgemein darauf hin, daß mit dem Verkauf in fremde Länder besondere Gefahren verbunden sind. Die Gewinne werden von der Wirtschaftspolitik des Empfängerlandes beeinflusst. Hohe Forderungen in ausländischer Währung tragen dem Unternehmen große Kursrisiken ein ⁶⁾. Mellerowicz ⁷⁾ erwähnt das Absatzrisiko ebenfalls in seinen Wagniskatalogen. Stocker ⁸⁾ ergänzt, daß die Zahl der Abnehmer von Bedeutung sei. Wenn eine Unternehmung nur wenige Großabnehmer beliefert, verursacht der Ausfall eines Kunden schon eine merkliche Erfolgseinbuße.

1) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 75 f.

2) Vgl. Holt and Others v. Inland Revenue Commissioners, a.a.O., S. 1499 ff.

3) Vgl. ebenda, S. 1509.

4) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 268.

5) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 149.

6) Vgl. ebenda, S. 127.

7) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 82.

8) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 79.

Viele Autoren der anglo-amerikanischen Literatur sehen in der Unternehmensführung einen besonderen Risikofaktor. Dicksee ¹⁾ rät dem Käufer zu überlegen, ob der ausscheidende Eigentümer, wenn er die Unternehmung selbst geleitet hat, in Zukunft als Konkurrent auftreten wird. Cutforth ²⁾, Jones ³⁾ und Orgel ⁴⁾ deuten darauf hin, daß die Unternehmung möglicherweise einen Teil der Vergangenheits-Erfolge besonderen Qualitäten ihrer Leitung zu verdanken hat. Der Zukunftserfolg soll um mutmaßliche Änderungen berichtigt werden. Diese Anpassung ist vor allem bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften angebracht ⁵⁾. Für Kapitalgesellschaften bringt der Eigentümerwechsel nicht gleich den Austausch der mit unternehmerischen Aufgaben betrauten Angestellten.

Die Unternehmensform als Risikofaktor wird in der anglo-amerikanischen Literatur vorwiegend unter dem Gesichtspunkt der Mobilisation gesehen. Entsprechend der amerikanischen Praxis, den Kapitalisierungszins aus der Rendite börsengängiger Aktien abzuleiten, ist dieser Satz für die Bewertung von Einzelunternehmen oder Personengesellschaften zu erhöhen, da dies Eigentum meist schwerer verkäuflich ist als Anteile an Kapitalgesellschaften ⁶⁾. Adamson ⁷⁾ setzt sich dafür ein, bei Unternehmen, deren Anteile nicht zum Börsenhandel zugelassen sind, den Kapitalisierungszins so zu erhöhen, daß der Gesamtwert gegenüber gleichen zugelassenen Gesellschaften wenigstens um 10 % niedriger ausfällt.

Auf deutscher Seite hat Findeisen ⁸⁾ den Einfluß der Unternehmensform näher analysiert und sieht für den Anteilseigner einer Aktiengesellschaft Vorteile, da er sich jederzeit durch Veräußerung seiner Papiere

1) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 75.

2) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 242.

3) Vgl. Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 108.

4) Vgl. Orgel, Lewis: a.a.O., Band 1, S. 649.

5) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 440.

6) Vgl. Badger, Ralph Eastman: a.a.O., S. 59 ff.; Graham-Dixon, L.C.: a.a.O., S. 63; Astbury, H. Allan: a.a.O., S. 477; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 142.

7) Vgl. Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 144.

8) Vgl. Findeisen, Franz: Die Unternehmensform als Rentabilitätsfaktor, Berlin 1924, S. 90.

dem Unternehmensrisiko entziehen kann. Nach Schmalenbach zeigt "die Unternehmungsform gewöhnlich einen viel größeren Einfluß auf den Kapitalisierungszinsfuß als die Unternehmungsgröße und der Geschäftszweig" ¹⁾. Das hängt in erster Linie mit dem Grad der Mobilisation der Unternehmungsanteile zusammen ²⁾.

Das zweigwirtschaftliche Risiko macht sich nach Frank ³⁾ vor allem im technischen und wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß bemerkbar. Die Existenz vieler Betriebe ist ständig bedroht, weil sich der Geschmack der Käufer ändern kann oder ein Konkurrenzbetrieb mit verbesserten Produkten die Nachfrage an sich reißt ⁴⁾. Zum Teil werden aber diese Gefährdungen in der Erfolgsrechnung durch Ausgaben für Marktforschung und Entwicklungsarbeiten ausgeglichen. Manche Wirtschaftsbereiche weisen eine besondere Konjunkturrempfindlichkeit auf ⁵⁾. Irish ⁶⁾ weist aus australischer Sicht auf das Gewicht dieser Schwankungen für Viehzuchtbetriebe hin. Auch dies Risiko kann schon mit der Bestimmung der Erfolge erfaßt sein und darf dann nicht noch einmal in voller Höhe eingerechnet werden.

Die Behandlung des Konkurrenzrisikos ist uneinheitlich. Viele Einzel-faktoren bestimmen die Frage, ob neue Anbieter in den Absatzmarkt einer Unternehmung eindringen werden; allgemeine Grundsätze nützen hier nicht viel. Irish ⁷⁾ glaubt, bei Beurteilung der Konkurrenzgefahr würden Gesamtwerte aus Vorsicht oder unberechtigten Befürchtungen häufig zu niedrig ermittelt. Zukunftserfolgswerte sollten nur dann gemindert werden, wenn begründete Annahmen für ein Sinken der Gewinnsprächen ⁸⁾.

1) Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 50.

2) Vgl. ebenda, ferner Reuther, Waldemar: a.a.O., S. 66; Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 75 f.; Stocker, Max: a.a.O., S. 76.

3) Vgl. Frank, Jerome N.: a.a.O., S. 299 f.

4) Vgl. Walker, Q. Forrest: a.a.O., S. 35.

5) Vgl. Dewing, Arthur S.: a.a.O., Band 2, S. 54 f.

6) Vgl. Irish, Ronald A.: Auditing, a.a.O., S. 440.

7) Vgl. ebenda.

8) Vgl. ebenda.

Diese Aussagen helfen aber dem Bewerter nicht weiter. Welche Gefahr potentielle Wettbewerber für das Bewertungsobjekt bedeuten, läßt sich erst genau bestimmen, wenn die Wirkung eingetreten ist. Vorher kann niemand beweisen, daß ein Wagnis zu hoch angesetzt wurde. Graham und Dodd ¹⁾ erhärten diese Meinung durch praktische Beobachtungen: Der amerikanische Markt wird von zwei großen Gesellschaften allein mit Blechverpackungen beliefert. Trotz ständig zunehmender Nachfrage erwuchs diesen Unternehmen bisher kein Wettbewerb; hohe Erfolge flossen ihnen ungeschmälert zu. Die Rundfunkindustrie, durch eine noch kräftigere Umsatzsteigerung begünstigt, ruinierte dagegen ihre Gewinne in einem harten Wettbewerb.

Konkurrenzrisiken hängen offenbar stark von unwägbaren Faktoren ab und folgen keinem Schema. Der Wettbewerb ist für den einzelnen Betrieb eine Gefahr, die sich nicht allein aus betrieblichen Daten errechnen läßt. Auch dies Risiko muß der Bewerter zuletzt nach seinem Ermessen einfügen.

Manche Autoren sind geneigt, wie die Untersuchung zeigt, Risiken im Kapitalisierungszinsfuß und im Zukunftserfolg voll anzusetzen. Darum sei abschließend auf Münstermanns Warnung hingewiesen, auch Vorsicht "mit Bedacht und nicht übertrieben walten (zu) lassen" ²⁾.

4. Unternehmensbewertung mit Hilfe des Linear Programming

In einzelnen Betrieben der gleichen Branche gelingt es der Unternehmensleitung, die Produktionsmittel günstiger zusammenzustellen, als die Konkurrenten. Diese Leistung äußert sich im allgemeinen als höherer Gewinn. Da aber die optimale Verbindung aller Faktoren vom Zusammenspiel vieler veränderlicher Größen bestimmt wird, ist es meist schwierig, die für einen Betrieb günstigste Beziehung zu finden. Mit

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 425.

2) Vgl. Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 85; ähnlich auch Schnettler, Albert: Betriebsanalyse, a.a.O., S. 34.

dem Linear Programming ist heute ein theoretisches Verfahren gefunden, das diesen Mangel wenigstens zum Teil beseitigen kann. Dem Bewerten- den stellt sich darum als erstes die Aufgabe, für das Bewertungsobjekt die optimale Kombination der vorhandenen Produktionsfaktoren oder auch das günstigste Produktionsprogramm zu finden.

Linear Programming umfaßt eine Reihe von Rechenverfahren, mit deren Hilfe allgemeine Optimalprobleme gelöst werden können, bei denen viele Variablen sich gegenseitig beeinflussen und gewissen einschränken- den Bedingungen unterliegen ¹⁾. Für die Unternehmensbewertung bedeutet da, aus den vorhandenen Aggregaten den höchsten Gewinn herauszu- holen. Die einschränkenden Bedingungen sind im Bewertungsobjekt mit den Höchstleistungen der Maschinen, Beschaffungsmöglichkeiten von Roh- material, Hilfs- und Betriebsstoffen und sonstigen möglichen Engpäs- sen gegeben.

Ein sehr einfaches, schematisches, in seiner Form allgemein übliches Beispiel soll den Gang der Rechnung andeuten. Es wurde so unkompli- ziert gewählt, daß es auch leicht durch Versuche gelöst werden kann; es gibt lediglich einen Hinweis auf die Leistungsfähigkeit des Linear Programming, ist also nicht als Einführung in diese Technik zu wer- ten.

Für das Produktionsprogramm des Bewertungsobjektes werden lineare Kosten- und Ertragsverläufe unterstellt. Bei vielen praktischen Auf- gaben ist diese Voraussetzung gegeben. Sind aber die Funktionen ge- krümmt, so muß das Linear Programming durch die schwierigere Rechnung des Non-Linear Programming ersetzt werden ²⁾.

Der Betrieb erzeugt zwei Produktarten x_1 und x_2 . Der Stückgewinn be- trägt bei der Produktart x_1 4 GE (= Geldeinheiten), bei der Produkt-

1) Vgl. z.B. Churchman, C. West, Ackoff, Russell L., Arnoff, E. Leonard: Introduction to Operations Research, New York und London 1957, S. 279; Munz, Max: Lineare Planungsrechnung, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", begründet von Heinrich Nicklisch, 3., völ- lig neu bearbeitete Auflage, Band 3, Stuttgart 1958, S. 4479.;

2) Vgl. Churchman, C. West, Ackoff, Russel L. und Arnoff, E. Leonard: a.a.O., S. 281, Fußnote.

art x_2 5 GE. Der mathematische Ausdruck für das gegebene Problem, nämlich den höchstmöglichen Gewinn des Unternehmens zu bestimmen, lautet:

$$4 x_1 + 5 x_2 = \max. \quad (\text{Zielfunktion})$$

Der Gesamtbetrieb umfaßt vier Produktionsabteilungen mit folgenden Merkmalen (Grenzen):

1. Gemeinsame Vorstufe A für die Produktion von x_1 und x_2 mit der Besonderheit, daß sich die Leistungsfähigkeiten für die Bearbeitung von x_1 und x_2 wie 1 : 1,5 verhalten und x_1 höchstens in 6 Einheiten je Periode bearbeitet werden kann:

$$x_1 + 1,5 x_2 \leq 6$$

2. Gemeinsame Vorstufe B für die Produktion von x_1 und x_2 mit der Besonderheit, daß sich die Leistungsfähigkeit für die Bearbeitung von x_1 und x_2 wie 1 : 1 verhalten und x_1 oder x_2 maximal jeweils mit 5 Einheiten je Periode bearbeitet werden können:

$$x_1 + x_2 \leq 5$$

3. Endstufe für die Fertigstellung des Erzeugnisses x_1 mit einer Maximalleistung von 4 Einheiten je Periode:

$$x_1 \leq 4$$

4. Endstufe für die Fertigstellung des Erzeugnisses x_2 mit einer Maximalleistung von 3 Einheiten je Periode:

$$x_2 \leq 3$$

Die Bedingungen unseres Modells lassen eine graphische Lösung zu ¹⁾.
(Vgl. S. 146)

1) Vgl. dazu Churchman, C. West, Ackoff, Russell L. und Arnoff, E. Leonard: a.a.O., S. 330 ff.

Im Koordinatensystem werden die vier Ungleichungen als Geraden dargestellt und das Feld der möglichen Lösungen durch sämtliche einschränkenden Bedingungen auf das Vieleck A B C D E O eingeengt. Zum Abschluß ist noch die Zielfunktion einzuführen:

$$4 x_1 + 5 x_2 = \max.$$

Die Zielfunktion stellt sich als eine Schar von Geraden mit gleichem Steigungsmaß dar; sie kann in den gesetzten Grenzen jeden Wert annehmen.

Der maximale Gewinn ist gefunden, wenn die Zielfunktion innerhalb der einschränkenden Bedingungen den größten Abstand vom Koordinatenursprung erreicht. Dieser Punkt ergibt sich durch Parallelverschiebung in C.

Der Punkt C bestimmt als Produktmenge 3 Einheiten x_1 und 2 Einheiten x_2 ; in die Zielfunktion eingesetzt, weisen sie als maximalen Gesamtgewinn aus:

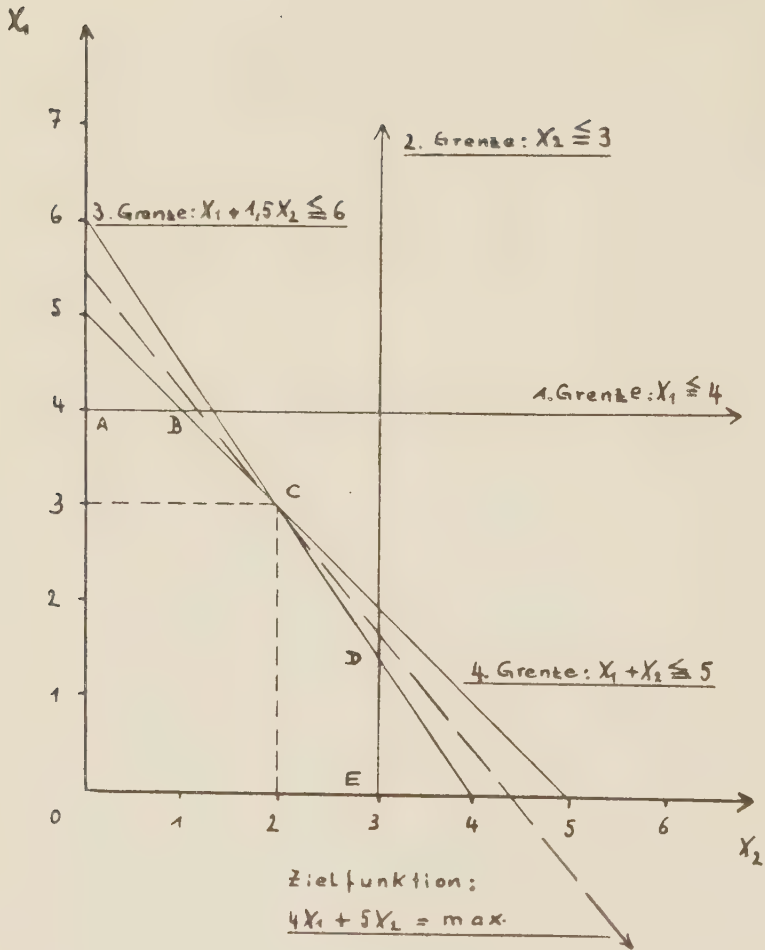
$$4 \cdot 3 + 5 \cdot 2 = 22 \text{ GE.}$$

=====

Der graphische Lösungsweg ist zwar sehr anschaulich, hat jedoch für die Praxis keine große Bedeutung. Bei drei Variablen, etwa drei verschiedenen Produkten, muß das Ergebnis bereits räumlich dargestellt werden. Mit jeder weiteren Variablen wächst die Rechnung in die nächst höhere Dimension hinein und ist dann nicht mehr anschaulich. Das Resultat kann aber durch die "Simplex-Technik" gefunden werden, deren Darstellung jedoch über den Rahmen dieser Erläuterungen hinausgeht ¹⁾.

Der mit Hilfe des Linear Programming so ermittelte maximale Gewinn bezieht sich auf eine Rechnungsperiode, beispielsweise ein Jahr. Vielleicht ändern sich aber in Zukunft außerbetriebliche Daten. So

1) Die Simplex-Technik ist bei Churchman, C. West, Ackoff, Russell L. und Arnoff, E. Leonard: a.a.O., S. 304 ff. erläutert.



könnten die Preise für Verbrauchsmaterial steigen oder fallen. Deshalb muß der maximale Gewinn der Periode 1 nicht unbedingt für die Periode 2 gelten.

Mit den "Multitemporalen Modellen" ¹⁾ ist es indessen möglich, soweit Datenvariationen vorherbestimmbar sind, alle Zukunftsgewinne einer Unternehmung in einem zusammenhängenden Rechenverfahren als Gesamtsumme zu bestimmen. Da die späteren Gewinne am Anfang der Periode 1 nicht ihren Nominalwert, sondern einen diskontierten Barwert besitzen, wird der Rechnung ein Abzinsungsfaktor beigelegt. Das Ergebnis dieser Operation ist dann die Summe der Barwerte aller zukünftigen Erfolge, die das Unternehmen zu erwirtschaften vermag. Das aber ist nichts anderes als sein Gesamtwert ²⁾.

Da aber Datenänderungen nur für eine begrenzte Zahl von Perioden vorherbestimmbar sind, muß man sich damit begnügen, von einem im Einzelfall festzulegenden Zeitpunkt ab auf das Linear Programming bei der Gesamtbewertung zu verzichten und einen wahrscheinlichen durchschnittlichen Zukunftserfolg für die Restlebensdauer der Unternehmung zu kapitalisieren.

Linear Programming kann die Technik der Unternehmensbewertung verändern; denn der Vergangenheitserfolg, soweit er nicht schon nach diesem Rechenverfahren erzielt wurde, bildet keinen Maßstab für die möglichen Zukunftsgewinne. Jedoch sind der Anwendung dieser Technik wirtschaftliche Grenzen gesetzt. Alle künftigen Daten sind bei einem neuen Produktionsprogramm besonders unsicher. Wenn für die Bewertung kleiner Einheiten komplizierte Rechenverfahren und Rechenanlagen eingesetzt werden, stehen zudem vielleicht Objektwert und Kosten der Rechnung in keinem angemessenen Verhältnis.

1) Vgl. Henn, Rudolf: Aufgabenstellungen der linearen Planungsrechnung, in: "Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft", Band 114, Tübingen 1958, S. 22 ff.

2) Vgl. Dorfman, Robert, Samuelson, Paul A. und Solow, Robert M.: Linear Programming and Economic Analysis, New York 1958, S. 166.

5. Heutige Bedeutung des Bewertungsverfahrens

Die Unternehmensbewertung allein auf der Grundlage zukünftiger Erfolge wird in anglo-amerikanischen Ländern nur vereinzelt befürwortet. Die Vertreter dieser Bewertungsmethode sind fast ausnahmslos Amerikaner. Ihre Ausführungen gehen zurück auf Fishers ¹⁾ Ableitung einer allgemeinen Erfolgswerttheorie. Besonders Bonbright ²⁾ vertritt nachdrücklich die Auffassung, nur zukünftige Ereignisse bestimmten den Wert eines Objektes. Für die Unternehmensbewertung seien deshalb Kosten der Vergangenheit bedeutungslos. Der Auffassung Bonbrights sind später Bloomberg ³⁾ und Goode ⁴⁾ gefolgt. Als Spezialwerk ist die Veröffentlichung von Graham und Dodd ⁵⁾ zu nennen, die sich als einzige anglo-amerikanische Publikation eingehend auch mit der praktischen Ableitung eines angemessenen Kapitalisierungszinsfußes befaßt.

In England ist nur Edey ⁶⁾ mit einer gut begründeten Kritik der herrschenden Bewertungsmethode - Bestimmung des Gesamtwertes aus Substanzwert und kapitalisierten Übererfolgen - an die Öffentlichkeit getreten. Auch er vertritt nachdrücklich die Meinung, nur Zukunftserfolge bestimmten den Wert der Unternehmung als Ganzes.

Die große Zahl von Publikationen anglo-amerikanischer Wirtschaftsprüfer, die den Substanzwert als eine gegebene Größe in die Unternehmensbewertung einbeziehen wollen, läßt erkennen, daß der Zukunftserfolgswert als alleiniger Maßstab des Betriebsgesamtwertes in der Theorie und besonders in der praktischen Durchführung anglo-amerikanischer Unternehmensbewertungen nur eine untergeordnete Rolle einnimmt.

1) Vgl. Fisher, Irving: The Nature of Capital and Income, a.a.O.,

2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 898 ff.

3) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O.

4) Vgl. Goode, Richard: a.a.O.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 454 ff.

6) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 15 ff. und S. 52 ff.

Dem Substanzwert der Unternehmung wird auch von der deutschen Literatur gelegentlich große Bedeutung beigemessen. Schmalenbach ¹⁾ glaubt, aus der Differenz zwischen dem Substanzwert und dem höheren Erfolgswert die Konkurrenzgefahr bestimmen zu können, die er dadurch berücksichtigt, indem er diesen Differenzbetrag innerhalb von 10 Jahren abschreibt. Frank ²⁾ stellt sich auf den Standpunkt, in Zeiten der Geldentwertung dränge der Substanzwert den Zukunftserfolgswert zurück. Da bereits seit einigen Jahren in den meisten westlichen Ländern der Geldwert langsam sinkt, müßte auch der Zukunftserfolgswert mehr und mehr dem Substanzwert Platz machen, was nicht zutrifft. Bei Preis- und Geldwertschwankungen ist vielmehr zu untersuchen, welcher Gewinn als echter Unternehmungsgewinn aufzufassen ist und wie er bestimmt werden kann ³⁾.

Auch Viel sieht keinen Grund, "von der bisherigen konstanten Praxis abzuweichen und der in neuerer Zeit vereinzelt aufgetretenen These der Gleichsetzung des Ertragswertes mit dem Unternehmungswert zu folgen" ⁴⁾. Gerade diese Auffassung vertreten jedoch Münstermann ⁵⁾, Mellerowicz ⁶⁾, Lackmann ⁷⁾ und Jonas ⁸⁾, die darin mit den zuletzt genannten anglo-amerikanischen Autoren übereinstimmen.

-
- 1) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 71.
 - 2) Vgl. Frank, Gundolf: a.a.O., S. 82.
 - 3) Die anglo-amerikanische Literatur über die Unternehmensbewertung liefert zu diesem Problem kaum einen Hinweis. In der deutschen Literatur vgl. z.B. Theisinger, Karl: a.a.O., S. 163 und S. 170; Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 217 und Bewertung ganzer Unternehmen, a.a.O., S. 1065; Lehmann, Max Rudolf: a.a.O., S. 467; Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 86 ff.
 - 4) Viel, Jakob: Der Unternehmungswert. Probleme und Methoden seiner Bestimmung, a.a.O., S. 58 f.
 - 5) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 214 und Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 73.
 - 6) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 19.
 - 7) Vgl. Lackmann, Fritz: a.a.O., S. 102.
 - 8) Vgl. Jonas, H.: Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrages bei der Unternehmungsbewertung, a.a.O., S. 169.

III. Der Goodwill

A. Der Begriff des Goodwills

Wer ein erfolgreiches Unternehmen kaufen will, erwartet, dafür mehr zahlen zu müssen, als die Summe der Reproduktionskosten seines materiellen Vermögens beträgt ¹⁾. Dieser Mehrwert entspricht dem immateriellen Vermögen ²⁾. Zu ihm rechnet das anglo-amerikanische Schrifttum übereinstimmend ³⁾:

Goodwill;
Patente und Verlagsrechte;
Handelsmarken, Handelsnamen und Warenzeichen;
Geheimverfahren und -rezepte;
Konzessionen.

Die Bedeutung des Wortes Goodwill läßt sich mit Wohlwollen, Gunst oder Zuneigung umschreiben. Im wirtschaftlichen Bereich soll damit die positive Einstellung bestimmter Personengruppen zur Unternehmung ausgedrückt werden.

Der Goodwill-Begriff ist zuerst in England aufgekommen. Da vor der Industrialisierung vor allem Handelsbetriebe veräußert wurden, bei denen der Kundenstamm eine entscheidende Rolle spielt, wurde im Goodwill anfangs die Wahrscheinlichkeit gesehen, daß die bisherigen Abnehmer auch nach einem Eigentümerwechsel der Unternehmung treu bleiben würden ⁴⁾.

-
- 1) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 108; Oehler, Cristian: Audits and Examinations, New York 1949, S. 387; Mc Carroll, A.B.: Modern Methods of Accounting, London 1955, S. 219.
 - 2) Vgl. Paton, William Andrew: Accounting Policies of the Federal Power Commission - A Critique, a.a.O., S. 438.
 - 3) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage a.a.O., Band 2, S. 316 ff.; Commons, John R.: Legal Foundations of Capitalism, a.a.O. S. 159; Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 380; Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 837; Jackson, J. Hugh: Elements of Accounting, 2. Auflage, Los-Angeles 1946, S. 9; Oehler, Cristian: Audits and Examinations, a.a.O., S. 386 und Cases and Problems in Audits and Examinations, New York 1950, S. 367; Myer, John N.: Accounting for Non-Accountants, New York 1957, S. 193; Easton, Edison E. und Newton, Byron L.: a.a.O., S. 318 f.
 - 4) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 43.

Turner ¹⁾ unterscheidet eine Beziehung der Käufer zu einem besonders beliebten Produkt der Unternehmung und eine Beziehung zur Unternehmung selber, hervorgerufen durch höfliches, schnelles und ehrliches Arbeiten des Bedienungspersonals. Der Goodwill erscheint hier als das Ergebnis einer Übereinkunft. Solange beide Parteien zufrieden sind, erhalten sie die Verbindung aufrecht ²⁾.

Taussig ³⁾ und Ely ⁴⁾ führen den Goodwill vieler Unternehmungen auf Trägheit der Käufer und Friktionen zurück, weil sie glauben, Verbraucher ließen sich mehr von Gewohnheiten als durch bewußte Wahl leiten.

Mit der technischen und wirtschaftlichen Entwicklung werden die Unternehmungen immer kompliziertere Gebilde. Zum Erfolg ist nicht allein die zuverlässige Kundschaft ausreichend ⁵⁾. Der Goodwill umfaßt darum heute den Wert aller Faktoren, durch die eine Unternehmung begünstigt wird, einschließlich der guten Beziehungen zu ihren Arbeitern und Angestellten ⁶⁾. In der Darstellung Mildebraths ⁷⁾ läßt sich der Beginn dieser Entwicklung bereits nachweisen.

1) Vgl. Turner, John Roscoe: Introduction to Economics, London 1919, S. 483.

2) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 170; ähnlich Veblen, Thorstein: The Theory of Business Enterprise, New York 1904, S. 170; Hobson, John A.: The Evolution of Modern Capitalism, New York 1917, S. 246; McCarroll, A.B.: a.a.O., S. 196.

3) Vgl. Taussig, F.W.: Principles of Economics, 3. Auflage, New York 1921, S. 175.

4) Vgl. Ely, Richard: Outlines of Economics, 4. verbesserte Auflage, New York 1923, S. 524.

5) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 170; Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 2.

6) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 845; Bartels, Hartwig: Der Goodwill und seine rechtliche Stellung im nordamerikanischen und deutschen Recht, Diss. Hamburg 1953, S. 19 f.

7) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 12 ff.

Das anglo-amerikanische Schrifttum kennt folgende Goodwill-Arten ¹⁾:

Kunden-Goodwill	(customers goodwill)
Lieferanten -Goodwill	(suppliers ")
Arbeitnehmer-Goodwill	(industrial ")
Kapitalgeber-Goodwill	(financial ")
Öffentlicher Goodwill	(public ")
Politischer Goodwill	(political ")

Die Bedeutung einzelner Goodwill-Arten wird von den anglo-amerikanischen Autoren verschieden beurteilt.

Dicksee ²⁾ legt vor allem dem Kunden-Goodwill besondere Bedeutung bei. Mildebrath ³⁾, der sich mit einigen der Goodwill-Arten befaßt, setzt den Kunden-Goodwill mit dem von Leake ⁴⁾ benutzten Ausdruck commercial goodwill gleich. Leake versteht unter seinem Begriff jedoch den Goodwill im wirtschaftlichen Sinne und benutzt ihn im Gegensatz zum legal goodwill (rechtlicher Goodwill); denn in England und Amerika wird der Goodwill neben dem sonstigen immateriellen Vermögen als Rechtsgut geschützt ⁵⁾. Hat in England beispielsweise ein Gewerbetreibender sein Geschäft in gemieteten Räumen geführt, so kann er unter bestimmten Voraussetzungen einen Entschädigungsanspruch geltend machen, wenn ihm bei Kündigung seitens des Vermieters ein selbstgeschaffener Goodwill verloren geht ⁶⁾.

1) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 9; Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 170 f.; Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 845; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 32 f.; Walker, George T.: Accountants' present Concept of Goodwill depends upon unusual Earning Power, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 91, New York 1951, S. 102; Whiting, Thomson M.: The Theory of Inventory Management, Princeton, N.J., 1957, S. 79; De Paula, F. Clive: Management Accounting in Practice, London 1959, S. 126.

2) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 43.

3) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 15 f.

4) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, a.a.O.

5) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, London 1948, Vorwort S.V.; Bartels, Hartwig: a.a.O., S. 26.

6) Vgl. Dittmar, Wilhelm: Begriff und Wesen des Unternehmens und seines "Goodwills" im geltenden europäischen Recht außerhalb Deutschlands, Diss. Göttingen, Bochum-Langendreer 1935, S. 24 f.

Während De Paula ¹⁾ die Notwendigkeit, gute Beziehungen zu den Lieferanten herzustellen, in den Vordergrund stellt, ist Walker ²⁾ der Meinung, die Heranbildung und Pflege des Arbeiterstammes habe an Schwierigkeit heute die Fragen des Absatzes übertroffen.

Financial goodwill bedeutet nichts anderes als den Kredit, den eine Unternehmung bei Kapitalgebern genießt ³⁾. Mildebrath ⁴⁾ deutet ihn als die erwiesene zusätzliche Ertragskraft, also die finanzielle Wirkung des immateriellen Vermögens. Mildebraths Fehldeutungen führen ihn zu einer Reihe falscher Erklärungen und Vergleiche ⁵⁾. Preinreich ⁶⁾ sieht vorwiegend in der Unternehmensleitung den Faktor, der den Aufbau und die Erhaltung eines Goodwills bestimmen kann. Kester ⁷⁾ dagegen billigt auch dann noch einer Unternehmung einen Goodwill zu, wenn sie schlecht geleitet wird und deshalb keinen Erfolg ausweisen kann. Der Goodwill eines solchen Betriebes könne latent sein (dormant goodwill) und zeige sich in der Ertragskraft, sobald eine bessere Führung innere Reibungen beseitige und dadurch die schon vorhandenen Möglichkeiten sich auswirken lassen.

Vor allem Paton ⁸⁾ vertritt den Gedanken, daß öffentliches Ansehen und Begünstigung durch politische Verhältnisse manchem Unternehmen hohe Gewinne und damit beträchtliche immaterielle Aktiva eintrügen.

-
- 1) Vgl. De Paula, F. Clive: a.a.O., S. 126.
 - 2) Vgl. Walker, George T.: Accountants' present Concept of Goodwill depends on unusual Earning Power, a.a.O., S. 102.
 - 3) Vgl. Commons, John Richard: Legal Foundations of Capitalism, a.a.O., S. 272; Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 9 f.; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 399; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 33.
 - 4) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 17.
 - 5) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 15, S. 16, S. 17 und S. 19.
 - 6) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O. S. 171; gleicher Meinung sind auch Coase, R.H.: The Nature of the Firm, in: "Economica", Vol. 4, Neue Folge, London 1937, S. 388; Nolan, Eugene: a.a.O., S. 103; Kinross, J.B.: a.a.O., S. 121.
 - 7) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, a.a.O., Band 2, S. 332.
 - 8) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 399.

Verwirrung herrscht in der anglo-amerikanischen ähnlich wie in der deutschen Literatur, wenn Ursachen und Wirkungen des Goodwills zu trennen sind. Turner ¹⁾ nennt die taktvolle, schnelle und ehrliche Bedienung des Kunden als Ursachen des Goodwills. MacFarland und Ayars ²⁾ führen weiter Qualität der Erzeugnisse, niedrige Preise, günstige Geschäftslage an. Außerdem erwähnt Jones ³⁾ das Ansehen der Unternehmung sowie Preinreich ⁴⁾ Ruf der Unternehmung und Vorliebe und Voreingenommenheit der Abnehmer.

Mellerowicz ⁵⁾ zählt zu den wertbildenden Faktoren gute Beziehungen mit Lieferanten und Kunden, Ansehen der Firma und besondere Qualitäten der Unternehmensführung. Eine ähnliche Aufteilung vertreten Diez ⁶⁾ und Stocker ⁷⁾. In diesen Zusammenstellungen sind Ansehen oder Ruf der Unternehmung, Vorliebe der Kunden für den Betrieb sowie vorteilhafte Beziehungen zu Käufern und Lieferanten als die Teile des Goodwills im Sinne von Wohlwollen zu betrachten. Sie dürfen nicht mit ihren Ursachen wie Qualität der Leistungen, niedrigen Preisen, Geschäftslage und guter Leitung verwechselt werden ⁸⁾.

Exakt scheidet Münstermann ⁹⁾ von den Wirkungen die Ursachen des Goodwills und teilt sie ein in:

1. Raumbedingte Faktoren, wie Standort und Größe des Unternehmens;
2. Zeitbedingte Faktoren, wie Alter und Gründungszeitpunkt des Unternehmens;
3. Persönliche Faktoren, wie Tüchtigkeit, Fleiß und Wirtschaftsmoral des Unternehmers und seiner Mitarbeiter;

1) Vgl. Turner, John Roscoe: a.a.O., S. 483.

2) Vgl. MacFarland, George A. und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 317.

3) Vgl. Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 107.

4) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 170.

5) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, Berlin 1926, S. 144 f.

6) Vgl. Diez, Werner: a.a.O., S. 118.

7) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 159 f.

8) Vgl. Münstermann, Hans: Der Gesamtwert des Betriebes, a.a.O., S. 185.

9) Münstermann, Hans: Firmenwert, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1958, 2. Band, S. 1954.

4. Sachliche Faktoren, wie Rechtsform des Unternehmens, Organisation, Art und Güte seiner Leistungen, Produktionsmethoden und Produktionsgeheimnisse, Patente, Lizenzen, Markenrechte, Miet- und Pachtrechte, Konzessionen, Beteiligungen sowie Kartellquoten.

Zwar deuten außergewöhnliche Gewinne auf einen Goodwill hin, doch ist es nicht möglich, den Anteil der einzelnen Goodwill-Arten oder des sonstigen immateriellen Vermögens an dieser Leistung zu bestimmen ¹⁾. So kann eine besonders gute Beziehung zwischen Käuferschaft und Unternehmung auf ein patentiertes Produkt zurückgehen. Aber auch wenn die Schutzfrist abgelaufen ist, bleiben die Kunden vielleicht dem Hause treu ²⁾. Die einzelnen Wertfaktoren des immateriellen Vermögens stehen in so enger Wechselbeziehung, daß eine Aufteilung, wie auch Gutenberg ³⁾ und Münstermann ⁴⁾ darlegen, unmöglich ist. Sie seien zwar interessante Spekulationsobjekte, so erklärt auch Canning ⁵⁾, aber Gewicht erlangten nur die Erfolge, weil sie allein faßbar seien.

Die Bedeutung des Goodwill-Begriffs hat sich deshalb von den Ursachen mehr und mehr auf die Wirkungen verlagert. MacFarland und Ayars ⁶⁾ sowie Seed ⁷⁾ definieren den Goodwill als den Wert guter Beziehungen einer Unternehmung zur Umwelt. Easton und Newton ⁸⁾ sehen den Goodwill nur dann als gegeben, wenn sich besondere Erfolge der Unternehmung zeigen. May ⁹⁾ erklärt, Goodwill beruhe vor allem auf der Ertragskraft. Cutforth ¹⁰⁾, Taylor und Lawton ¹¹⁾ sowie Kohler ¹²⁾ setzen

-
- 1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 103 f.
2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 840.
3) Vgl. Gutenberg, Erich: Geschäftswert, a.a.O., S. 2043.
4) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1954.
5) Vgl. Canning, John Bennet: a.a.O., S. 39.
6) Vgl. MacFarland, George A. und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 317.
7) Vgl. Seed, H.E.: a.a.O., S. 8.
8) Vgl. Easton, Edison E. und Newton, Byron L.: a.a.O., S. 318.
9) Vgl. May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 279.
10) Vgl. Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 35.
11) Vgl. Taylor, E. Miles und Lawton, Charles L.: General-Financial Knowledge, 6. Auflage, herausgegeben von Taylor, E. Miles und Coles, A.H., Harpenden 1956, S. 100.
12) Vgl. Kohler, Eric L.: a.a.O., S. 205.

ihn mit dem Kapitalwert der zukünftigen Gewinne gleich, die über eine normale Verzinsung der Investition hinausgehen. Canning ¹⁾, Whitton ²⁾ und Montgomery ³⁾ bestimmen den Goodwill als die Differenz zwischen dem Gesamtwert des Unternehmens und den sonstigen in der Bilanz ausgewiesenen Aktiva.

Die zuletzt genannte Definition des Goodwills deckt sich mit dem deutschen Begriff Firmenwert, denn der "Firmenwert ist ein immaterieller Gegenstand, nämlich der Überschuß des aus den künftigen Erfolgen resultierenden Gesamtwertes des Unternehmens über die Summe seiner materiellen und sonstigen immateriellen Vermögensteile" ⁴⁾.

Mildebrath ⁵⁾ erkannte bereits, daß sich Goodwill und Unternehmensmehrwert nur wenig unterscheiden. Heute bestehen Unterschiede zwischen dem englischen Goodwill, dem amerikanischen Goodwill und dem deutschen Firmenwert - wie sie beispielsweise von Narr ⁶⁾, Gutenberg ⁷⁾, Take ⁸⁾, Schmalenbach ⁹⁾, Baues ¹⁰⁾ und Stocker ¹¹⁾ behauptet werden - im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht mehr.

Goodwill ist mit dem Gewinn der Unternehmung verbunden. Darum, folgert Preinreich ¹²⁾, könne nur der Grenzbetrieb der volkswirtschaftlichen Theorie keinen Goodwill besitzen, weil seine Erlöse die Ausgaben deckten und kein Residuum bleibe ¹³⁾. "Gewinn oder Goodwill wird so zu

1) Vgl. Canning, John Bennet: a.a.O., S. 42 ff.

2) Vgl. Whitton, James: a.a.O., S. 115.

3) Vgl. Lenhart, Norman J. und Defliese, Philip L.: Montgomery's Auditing, a.a.O., S. 295.

4) Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1953.

5) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 27.

6) Vgl. Narr, Willy: Das Problem des Firmenwertes, Diss. Tübingen, Würzburg 1937, S. 3 f.

7) Vgl. Gutenberg, Erich: Geschäftswert, a.a.O., S. 2044.

8) Vgl. Take, Felix: Der Geschäfts- oder Firmenwert, Diss., Köln 1939, S. 16 und S. 20.

9) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 83 f.

10) Vgl. Baues, Peter: Transitorische Posten und immaterielle Werte in der Bilanz, Diss. Köln 1944, S. 89.

11) Vgl. Stocker, Max: a.a.O., S. 158.

12) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 171.

13) Vgl. auch Narr, Willy: a.a.O., S. 32.

einer fast allgemeinen Erscheinung in allen Fällen, in denen Geschäftstätigkeiten, einschließlich Handels, Spekulation und freiberuflicher Arbeit mit Vorteilen ausgeführt werden, die der Grenzerzeuger nicht besitzt, dessen Kosten aber tendenziell den Preis bestimmen, weil seine Leistung zur Nachfragebefriedigung erforderlich ist" ¹⁾.

Commons ²⁾ und Haney ³⁾ haben die Meinung geäußert, nur Leistungsgewinne könnten Ausdruck eines Goodwills sein, nicht dagegen Monopolerfolge, weil der Käufer der betrieblichen Produkte hier keine Wahlmöglichkeit habe. Dagegen rechnen Dicksee ⁴⁾ und Leake ⁵⁾ Monopolbetrieben einen besonders hohen Goodwill zu. Bloomberg ⁶⁾ weist darauf hin, der Goodwill begründe selbst bereits ein Monopol (Meinungsmonopol). Bonbright ⁷⁾ erklärt, auch für ein Monopol sei es wichtig, freundschaftliche Beziehungen zu den Abnehmern der Produkte herzustellen, wenn gute Erfolge erwirtschaftet werden sollten. Preinreich ⁸⁾ hält es für unmöglich, zwischen Gewinnen aus innerbetrieblichen Maßnahmen und aus besonderer Marktstellung scharf zu unterscheiden.

In der heutigen Verwendung hat das Wort Goodwill seine ursprüngliche Bedeutung verloren, es wird nur im übertragenen Sinne benutzt. Deshalb findet der Leser unter diesem Begriff gelegentlich auch Patente, Li-

1) Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 171: "Rent or goodwill thus becomes an almost universal phenomenon, arising in all cases where business activity of any description, including trade, enterprise and professional work is carried on with the aid of advantages not enjoyed by the marginal producer whose costs tend to determine price, because his cooperation is necessary to satisfy demand."
Vgl. auch Preinreich, Gabriel A.D.: The Nature of Dividende, New York 1935, S. 4.

2) Vgl. Commons, John Richard: Institutional Economics, a.a.O., S.324.

3) Vgl. Haney, Lewis H.: a.a.O., S. 388.

4) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 83.

5) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 33.

6) Vgl. Bloomberg, Lawrence Nelson: a.a.O., S. 62.

7) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., Band 2, S. 1146.

8) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 177.

zenzen, Konzessionen; Verlagsrechte und sonstige immaterielle Vermögenspositionen zusammengefaßt 1). Edey 2) spricht sogar von einem Goodwill im weiteren Sinne. Bei dieser Behandlung wird jedoch leicht übersehen, daß der Goodwill unter den immateriellen Größen eine besondere Stellung einnimmt. Er ist nicht selbständig übertragbar oder zu bewerten, sondern kann nur mit dem Unternehmen zusammen veräußert werden 3). Diese Unterscheidung wird im anglo-amerikanischen Schrifttum nicht immer klar herausgestellt, sondern manchmal nur beiläufig erwähnt 4).

Mellerowicz 5) dagegen trennt den Goodwill vom selbständig übertragbaren immateriellen Vermögen, und Münstermann 6) stellt die Gebundenheit des Firmenwertes besonders scharf heraus.

Die Bezeichnungen originärer Goodwill und derivativer Goodwill bedeuten keine Aussage zum Wesen des Begriffes, sondern bezeichnen die Art des Erwerbs. Der originäre Goodwill ist in einem Unternehmen selbst im Laufe seiner Wirtschaftstätigkeit gebildet worden. Ein derivativer Goodwill dagegen wird durch den Kauf eines ganzen Unternehmens erworben oder geht z.B. auch aus Verschmelzungen und Umwandlungen von Unternehmen hervor, wenn für das übernommene Vermögen vom Übernehmer Gegenwerte geleistet werden, die den Buchwert dieses Vermögens übersteigen 7).

Im anglo-amerikanischen Schrifttum erscheint gelegentlich auch der Begriff "going value". Es soll andeuten, daß ein Unternehmen gegenüber

1) Vgl. Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 380 f.

2) Vgl. Edey, H.C.: a.a.O., S. 15.

3) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 939 f.; Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 22; Adamson, A. Victor: a.a.O., S. 33; Spicer und Pegler: Practical Auditing, a.a.O., S. 466.

4) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 50 f.; Mildebrath, Georg, a.a.O., S. 18.

5) Vgl. Mellerowicz, Konrad: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 112.

6) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1954.

7) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Die handelsrechtliche Umwandlungsbilanz von Kapitalgesellschaften, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 29. Jg., Wiesbaden 1959, S. 613.

dem toten Inventar einen Mehrwert besitzt ¹⁾. Jedoch findet sich keine klare Abgrenzung zum Goodwill. Preinreich ²⁾ und Oehler ³⁾ sehen im Wesen der beiden Begriffe keinen Unterschied, weil allein der Erfolg entscheide. Dagegen liegt ein anderer Begriff vor, wenn vom going value in Verbindung mit öffentlich kontrollierten Unternehmen, vor allem Versorgungsbetrieben die Rede ist. Diese Unternehmen haben ihre Preise nach dem Angemessenheitsprinzip auf Grund von gesetzlich umschriebenen Kostengruppen zu berechnen. Dazu zählen auch der Einrichtungsaufwand und Anfangsverluste, die zusammen als going value abgeschrieben werden können ⁴⁾.

-
- 1) Vgl. Commons, John Richard: Legal Foundations of Capitalism, a.a.O., S. 197; Waltersdorf, M.C.: Going Value in Utility Valuation, in: "The American Economic Review", Vol. 17, Evanston, Ill., 1927, S. 26; May, George O.: Twenty-five Years of Accounting Responsibility, a.a.O., S. 279 f.; Griffith, J.E.L.: Valuation of Commercial Goodwill, in: "The Accountant", Vol. 135, London 1956, S. 261 (Correspondence).
- 2) Vgl. Preinreich, Gabriel A.D.: The Law of Goodwill, in: "The Accounting Review", Vol. 11, Chicago 1936, S. 326.
- 3) Vgl. Oehler, Christian: Audits and Examinations, a.a.O., S. 387.
- 4) Vgl. Waltersdorf, M.C.: a.a.O., S. 27 ff.; Wixon, Rufus: a.a.O., Abschnitt 19, S. 22 f.

B. Die Bilanzierung des Goodwills

1. Der originäre Goodwill

Canning ¹⁾ vertrat im Jahre 1929 die Meinung, die Bilanz habe den Gesamtwert der Unternehmung auszuweisen. Darum sei auch der originäre Goodwill zu aktivieren, weil er die Verbindung zwischen dem Unternehmenswert und dem Wert der sonstigen Aktiva herstelle.

Da vor dem Erlaß der "Securities Exchange Act" im Jahre 1934 in Amerika die Bilanzgestaltung auch den Unternehmen, deren Anteile an der Börse notiert wurden, weitgehend freigestellt war ²⁾, findet der Beobachter zu dieser Zeit den originären Goodwill dort verhältnismäßig häufig als Aktivum. Er diente oft zur Kapitalbeschaffung. Viele Betriebe, als Einzelunternehmen oder Personengesellschaften gegründet, wuchsen über die finanziellen Möglichkeiten ihrer Eigner hinaus und wurden dann in Kapitalgesellschaften umgewandelt. Gewöhnlich übernahmen die bisherigen Unternehmer in Höhe des materiellen Vermögens Vorzugsaktien, die nicht selten mit garantierter Dividende ausgestattet waren. Überschritten die Gewinnerwartungen aber diese Mindest-Dividende, so wurden die zusätzlichen Erfolge kapitalisiert und unter der Bezeichnung Goodwill aktiviert. Diese Bilanzposition erlaubte, einen gleich hohen Betrag einfacher Aktien zu passivieren. Durch den Verkauf dieser Aktien an das Börsenpublikum konnten dem Unternehmen liquide Mittel zugeführt werden, die in gleicher Höhe zu einer Passivierung offener Rücklagen führten. In späteren Jahren wurden die Rücklagen gewöhnlich gegen die Bilanzposition Goodwill aufgelöst; wies dann das Goodwillkonto noch einen Bestand auf, so wurde er häufig über eine Reihe von Jahren hin abgeschrieben ³⁾. Unter den Gesellschaf-

1) Vgl. Canning, John Bennet: a.a.O., S. 42 ff.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 379 f. und 3. Auflage, S. 626 f.

3) Vgl. Simpson, Kemper: The Capitalization of Goodwill, a.a.O., S. 11; Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, a.a.O., S. 95; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 379 f.; Cutforth, Arthur E.: a.a.O., S. 221.

ten, die auf solche Weise ihren Kapitalbedarf deckten, finden sich bekannte Namen, wie Julius Kayser & Co., New York, Sears, Roebuck & Co., Chicago, Ill., Studebaker Corporation, South-Bend (Indiana), F.W. Woolworth Company, New York ¹⁾. Die F.W. Woolworth Company führte nach dem Wechsel ihrer Rechtsform im Dezember 1911 einen Goodwill in Höhe von 50 000 000 \$ und passivierte einen gleich hohen Nominalbetrag einfacher Aktien ²⁾. Graham und Dodd ³⁾ schätzen, daß der Goodwill dieser Unternehmung jedoch damals nur etwa 20 000 000 \$ betrug. Montgomery ⁴⁾, Kester ⁵⁾ und Bonbright ⁶⁾ üben an dieser Bilanzierung scharfe Kritik. Unternehmungen könnten dem Publikum dessen eigene Erwartungen verkaufen und so das Kapital verwässern.

Zunächst schritten die amerikanischen Bundesstaaten gegen diese Mißstände mit Gesetzen ein, die unter dem Sammelbegriff "Blue Sky Laws" bekannt geworden sind ⁷⁾. Im Jahre 1934 erging dann zentral die "Securities Exchange Act", die für Kapitalgesellschaften unter anderem auch die Bilanzierung eines originären Goodwills untersagte ⁸⁾.

Auch von der Theorie wird heute die Aktivierung kapitalisierter Zukunftsgewinne als Goodwill abgelehnt ⁹⁾. Unter Berücksichtigung der Zukunftsaussichten müßte der Wert dieses Postens ständig korrigiert werden ¹⁰⁾. Auf deutscher Seite allerdings fordert Mildebrath ¹¹⁾ aus-

1) Vgl. Simpson, Kemper: The Capitalization of Goodwill, a.a.O., S. 9.

2) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S.379.

3) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 380, Fußnote.

4) Vgl. Montgomery, Robert H.; Lenhart, Norman J. und Jennings, Alvin R.: Montgomery's Auditing, 7. Auflage, New York 1949, S. 299.

5) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 3. Auflage, New York 1945, S. 391.

6) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 80.

7) Vgl. Lenhart, Norman J. und Defliese, Philip L.: Montgomery's Auditing, 8. Auflage, a.a.O., S. 583 ff. und S. 622 ff.

8) Vgl. ebenda.

9) Vgl. Kripke, Homer: a.a.O., S. 1197.

10) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 402 und Accountant's Handbook, 2. Auflage, a.a.O., S. 851.

11) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 104.

drücklich, den Goodwill jedes Jahr mit seinem berechtigten Wert auszuweisen.

Der originäre Goodwill spielt als Finanzierungsinstrument in den Bilanzen anglo-amerikanischer Unternehmen seit 1934 keine Rolle mehr. Meist wurde sein Buchwert gegen Reserven abgeschrieben ¹⁾. Dagegen räumen einige Autoren ein, daß manche Kosten, die einen Goodwill erzeugen können, aktivierungsfähig sind. Ausgaben für Werbung, Verbesserung der Verkaufsorganisation und Produktgestaltung können zum Kunden-Goodwill führen ²⁾. Hohe Löhne und Personalausbildung bewirken vielleicht einen Arbeitnehmer-Goodwill ³⁾. Paton ⁴⁾ empfiehlt jedoch, diese Beträge möglichst rasch als Aufwand zu verbuchen, außer in den seltenen Fällen, die eine Aktivierung besonders zulassen. Graham und Dodd ⁵⁾ sowie Sidey ⁶⁾ rechnen die Erschließungskosten für Ölquellen und Bergwerke zu diesen Ausnahmen. Kester ⁷⁾ schlägt vor, außergewöhnliche Werbungsausgaben als immaterielle Vermögen zu betrachten. Häufig ist aber, wie Norris ⁸⁾ ausführt, eine Beziehung zwischen dem Goodwill und den Kosten für Werbung nicht nachweisbar. Auch empfehlen Harris und Seldon ⁹⁾ unter steuerlichen Gesichtspunkten, diese Ausgaben sofort als Aufwand zu verrechnen.

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 188.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 404; Harris, Ralph und Seldon, Arthur: Advertising in a free Society, London 1959, S. 74.

3) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 405.

4) Vgl. ebenda.

5) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 453 ff.

6) Vgl. Sidey, Robert L.: a.a.O., S. 21.

7) Vgl. Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, New York 1923, Band 2, S. 334; ebenso Paton, William Andrew: Accountants Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 848.

8) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 87; vgl. auch Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 405.

9) Vgl. Harris, Ralph und Seldon, Arthur: a.a.O., S. 74.

Bonbright ¹⁾ und Paton ²⁾ lehnen es scharf ab, Anfangsverluste eines neuen Unternehmens als immaterielles Vermögen zu betrachten, weil die Gewinne sich später nicht danach richten, welche Anlaufkosten die Produktion verursachte.

Hatfield ³⁾ und Bonbright ⁴⁾ erkennen die Berechtigung, manche Kosten als Goodwill zu aktivieren, zwar an, aber die Praxis stößt nach ihrer Meinung auf so große Unsicherheiten und Schwierigkeiten, daß eine Aktivierung besser unterbleibt. Die Aktivierung des mit besonderen Kosten erzeugten originären Goodwills lehnen daher das anglo-amerikanische Schrifttum sowie auch die Praxis heute weitgehend ab ⁵⁾.

Auf deutscher Seite forderte im Jahre 1927 vor allem Auler ⁶⁾, den originären Goodwill auszuweisen, da die Bilanz sonst stille Reserven enthalte. Narr ⁷⁾ widerspricht ihm mit dem Hinweis, eine Realisierung des Goodwills sei ganz unbestimmt. Außer Auler wollten damals auch seine Schüler Mildebrath ⁸⁾ und Brauns ⁹⁾ den originären Goodwill in die Bilanz aufnehmen. Neuerlich erhebt Ahrndt ¹⁰⁾ dieselbe Forderung, weil er glaubt, den bilanzierten Goodwill als Kreditgrundlage verwer-

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 946 f.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 418.

3) Vgl. Hatfield, Henry Rand: Accounting, New York 1927, S. 115 f.

4) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 947.

5) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 22; American Institute of Accountants, New York: Accounting Trends and Techniques, New York 1951, S. 55; Werntz, William W.: Intangibles in Business Combinations, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 103, New York, Mai 1957, S. 46.

6) Vgl. Auler, Wilhelm: Der Unternehmungsmehr- und -minderwert in der Bilanz, a.a.O., S. 841 f.

7) Vgl. Narr, Willy: a.a.O., S. 71.

8) Vgl. Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 100.

9) Vgl. Brauns, Karl: Das Problem der bilanzmäßigen Behandlung des Geschäftsmehr- und -minderwertes, Diss. Gießen 1928, S. 62.

10) Vgl. Ahrndt, Wolfgang: Der Unternehmungsmehrwert als wirtschaftliche Wertgröße, Diss. Hamburg 1957, S. 311 und S. 238 ff.

ten zu können. Rechtmann ¹⁾ und besonders Take ²⁾ befürworten die Bilanzierung des mit besonderen Kosten geschaffenen originären Goodwills. Dagegen lehnen ihn unter anderem Schnutenhaus ³⁾, Großmann ⁴⁾, Gerstner ⁵⁾ und Baues ⁶⁾ als Bilanzposition ab. Das deutsche Handelsrecht (vgl. § 133 Ziffer 5 AktG; § 33c Ziffer 4 GenG) untersagt die Aktivierung eines originären Goodwills, mit der Ausnahme, daß Aktiengesellschaften gemäß § 133 Ziffer 4 AktG Kosten der Organisation und andere Einrichtungskosten bilanzieren dürfen ⁷⁾. Das Aktivum originärer Goodwill hat in den Bilanzen deutscher Unternehmen nie eine Rolle gespielt und wird heute auch von anglo-amerikanischen Unternehmen nicht mehr bilanziert. Auch die steuerliche Behandlung zeigt keine praktischen Unterschiede. Ein originärer Goodwill darf in den Bilanzen, die der Einkommen- und Körperschaftsteuer zugrundeliegen, nicht aktiviert werden ⁸⁾.

1) Vgl. Rechtmann, Eduard: Die Behandlung des Geschäftswertes der Unternehmung in der Bilanz, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 20. Jg., Leipzig 1926, S. 174.

2) Vgl. Take, Felix: a.a.O., S. 93.

3) Vgl. Schnutenhaus, Otto R.: Begriff, Wesen und Bewertung des amerikanischen "Goodwill"-Kontos, in: "Betriebswirtschaftliche Rundschau", 4. Jg., Leipzig 1927, S. 29.

4) Vgl. Großmann, Hans: Neue Forschungsergebnisse zur theoretischen u. praktischen Handhabung des Goodwill, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 10 Jg., Berlin und Wien 1933, S. 464.

5) Vgl. Gerstner, Paul: Bilanzanalyse, unter Mitarbeit von Herrmann, Hellmuth, 11. Auflage, Berlin 1944, S. 97.

6) Vgl. Baues, Peter: a.a.O., S. 88.

7) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1958.

8) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 100 f. und S. 1000; Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1956.

2. Der derivative Goodwill

Aus anglo-amerikanischen Schriften ¹⁾ wie auch von deutschen Autoren ²⁾ lassen sich zahlreiche Zitate zusammenstellen, die eine Aktivierung des derivativen Goodwills unterstützen. Da jedoch originärer und derivativer Goodwill ihrem Wesen nach keinen Unterschied aufweisen, scheint durch die Bilanzierung des derivativen Goodwills das gleiche Aktivum verschieden behandelt zu werden ³⁾. Nach Paton ⁴⁾ hat jedoch das Rechnungswesen vor allem der Unternehmensleitung als Kontrollinstrument zu dienen. Der im Kaufpreis bezahlte Goodwill sei Teil der Investition des Käufers; ließe man ihn nicht zusätzlich im Vermögensausweis erscheinen, so verleite der Erfolg zu falschen Vorstellungen über die Rentabilität des Betriebes. Denn der Käufer einer Unternehmung erhält nicht mehr als die gewünschte Verzinsung seines Kapitals, sofern er für den Betrieb mit seinem Goodwill einen angemessenen Preis bezahlt ⁵⁾ und die Annahmen, auf denen der Preis des Unternehmens aufbaut, sich später als zutreffend erweisen ⁶⁾.

Das American Institute of Accountants in New York faßt, als repräsentatives Organ amerikanischer Wirtschaftsprüfer, seine Vorschläge

-
- 1) Vgl. z.B. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 93; Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 4. Auflage, a.a.O., S. 22; MacFarland, George A. und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 319; Clench, R.W.L.: The Private Company, London 1937, S. 80; Nolan, Eugene: a.a.O., S. 195; Kester, Roy B.: Principles of Accounting, a.a.O., S. 573; Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 409; Taylor, E. Miles und Perry, Charles E.: Principles of Auditing, 13. Auflage, Harpenden 1956, S. 101; West, K. Hall: a.a.O., S. 38; Lenhart, Norman J. und DeFliese, Philip L.: Montgomery's Auditing, a.a.O., S. 295.
 - 2) Vgl. z.B. Auler, Wilhelm: Der Unternehmungsmehr- und -minderwert in der Bilanz, a.a.O., S. 735; Leitner, Friedrich: Bilanztechnik und Bilanzkritik, 8. und 9., neu bearbeitete Auflage, Berlin und Leipzig 1929, S. 408; Mildebrath, Georg: a.a.O., S. 100; Narr, Willy: a.a.O., S. 65; Take, Felix: a.a.O., S. 83.
 - 3) Vgl. Dohr, James L.: Cost and Value, a.a.O., S. 195.
 - 4) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 403 f.
 - 5) Vgl. Ely, Richard T.: a.a.O., S. 524; Preinreich, Gabriel A.D.: Economic Theories of Goodwill, a.a.O., S. 180 und The Nature of Dividends, a.a.O., S. 196.
 - 6) Vgl. Busse von Colbe, Walther: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 102.

zur Behandlung immaterieller Vermögensteile in folgenden Grundsätzen zusammen ¹⁾:

Das immaterielle Vermögen ist aufzuteilen in

- a) Werte von befristeter Lebensdauer, wie Patente, Verlagsrechte, Mietrechte, Lizenzen, Konzessionen, Goodwill mit begrenzter Wirkungszeit;
- b) Werte von unbefristeter Lebensdauer, wie allgemeiner Goodwill, Handelsnamen, Geheimverfahren, Subskriptionslisten, unbegrenzte Konzessionen und Organisationskosten.

Der Teil des Kaufpreises, der global dem immateriellen Vermögen zugeschrieben wird, soll, tunlichst auf die einzelnen Gruppen aufgeteilt, aktiviert werden. Grundlage des Buchungsvorgangs haben die Anschaffungskosten zu sein.

Theorie und Praxis sind von diesen Vorschlägen weit entfernt. Die Praxis führt oft die gesamte Differenz, um die der Kaufpreis den Buchwert des materiellen Vermögens überschreitet unter der Bezeichnung "Goodwill" ²⁾. Denn bereits die Aufteilung des Gesamtwertes in materielles und immaterielles Vermögen hat sich als fragwürdig erwiesen ³⁾. So kann etwa das Bilanzvermögen stille Reserven enthalten, der Mehrpreis geht dann nicht auf außergewöhnliche Ertragsleistungen zurück ⁴⁾.

Besondere Schwierigkeiten bietet die Umlage des für das immaterielle Vermögen global aufgewendeten Preises auf die einzelnen Gruppen ⁵⁾.

-
- 1) Vgl. American Institute of Accountants, New York: Accounting Research Bulletin No. 43, New York 1953, S. 37 f.; diese Publikation ist eine Neufassung des Accounting Research Bulletin No. 24, veröffentlicht in: "The Journal of Accountancy", Vol. 79, New York 1945, S. 141 ff.
 - 2) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 940; Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, New York 1951, S. 188.
 - 3) Vgl. Paton, William Andrew: Accounting Policies of the Federal Power Commission - A Critique, a.a.O., S. 440; Dein, Raymond C.: Original Cost and Public Utility Regulation, in: Murphy, Mary Elizabeth: "Selected Readings in Accounting and Auditing. Principles and Problems", Teil 6, Kapitel 1: Public Utility Depreciation, New York 1952, S. 245; Powelson, John P.: a.a.O., S. 240.
 - 4) Vgl. Nolan, Eugene: a.a.O., S. 98.
 - 5) Vgl. Werntz, William W.: Intangibles in Business Combinations, a.a.O., S. 47 f.

Norris ¹⁾ hält es beispielsweise für unmöglich, Goodwill und Organisationskosten zu trennen. Außerdem verwirft er die Aufteilung in verschiedene immaterielle Elemente, weil sie der falschen Vorstellung folge, Einzelwerte könnten in ihrer Summe den Gesamtwert darstellen. Er will deshalb nur einen einheitlichen Betrag für das gesamte immaterielle Vermögen in die Bilanz einsetzen.

Nach Paton ²⁾ ist es eine gern geübte Praxis, Zahlungen für Goodwill von den materiellen Aktiva aufsaugen zu lassen. Lasser ³⁾ empfiehlt seinen Lesern diese Technik, weil keine andere Möglichkeit besteht, einen derivativen Goodwill in der steuerlichen Erfolgsrechnung als Aufwandposten zu behandeln. Diesen Weg hatte bei Umgründung in eine Kapitalgesellschaft im Jahre 1902 einer der bedeutendsten amerikanischen Stahlerzeuger, die United States Steel Corporation in New Jersey, eingeschlagen.

Im materiellen Vermögen dieser Gesellschaft waren 769 000 000 \$ immaterieller Aktiva aufgegangen ⁴⁾. Leitner ⁵⁾ sieht in diesem Verfahren keine Gefahr, während das übrige deutsche Schrifttum diese Behandlung des derivativen Goodwills grundsätzlich ablehnt ⁶⁾.

1) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 109.

2) Vgl. Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 846 f.

3) Vgl. Lasser, J.K.: How to run a small Business, a.a.O., S. 140 und How to buy and sell a Business, a.a.O., S. 215.

4) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 3. Auflage, S. 187.

5) Vgl. Leitner, Friedrich: Bilanztechnik und Bilanzkritik, a.a.O., S. 408.

6) Vgl. Auler, Wilhelm: Der Unternehmungsmehr- und -minderwert in der Bilanz, a.a.O., S. 735; Schmalenbach, Eugen: Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 83; Take, Felix: a.a.O., S. 83 f.; Münstermann, Hans: Der Veräußerungspreis des Betriebes, a.a.O., S. 83 und Firmenwert, a.a.O., S. 1956.

C. Die Abschreibung des Goodwills

1. Der originäre Goodwill

Die Abschreibung des originären Goodwills steht heute in den anglo-amerikanischen Ländern nicht mehr im Mittelpunkt wissenschaftlicher Diskussionen, weil die Theorie es ablehnt, diesen Wert in der Bilanz auszuweisen. Auch für die Praxis hat sie seit Erlass der Securities Exchange Act im Jahre 1934 ihre Bedeutung verloren ¹⁾. Besondere Kosten werden nur in seltenen Fällen unter der Bezeichnung Goodwill bilanziert, weil ihre Zurechnung fragwürdig ist und die Unternehmer aus steuerlichen Gründen diese Beträge möglichst sofort zum Aufwand rechnen. Wenn in den Bilanzen anglo-amerikanischer Unternehmen die Position Goodwill geführt wird, handelt es sich in der Regel um einen käuflich erworbenen Wert ²⁾.

Auch das American Institute of Accountants in New York ³⁾ behandelt in seinen Anweisungen zur Bilanzierung und Abschreibung des immateriellen Vermögens den originären Goodwill nicht mehr.

2. Der derivative Goodwill

Manche Autoren gehen bei der Behandlung des derivativen Goodwills von der meist stillschweigend gesetzten Prämisse aus, die Bilanz habe den wahren Wert dieser Position auszuweisen ⁴⁾.

So weist Dicksee ⁵⁾ auf die Beziehung zwischen Goodwill und Zukunftserfolg hin. Der Wert des Goodwills hänge von den erwarteten Überge-

1) Vgl. Graham, Benjamin und Dodd, David L.: a.a.O., 2. Auflage, S. 379.

2) Vgl. Walker, George T.: Why purchased Goodwill should be amortized on a systematic Basis, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 95, New York 1953, S. 210.

3) Vgl. American Institute of Accountants, New York: Accounting Research Bulletin No. 43, New York 1953, S. 37.

4) Vgl. Walker, George T.: Why Purchased Goodwill should be amortized on a systematic Basis, a.a.O., S. 213.

5) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 88; ähnlich auch Kester, Roy B.: Advanced Accounting, 2. Auflage, New York 1923, Band 2, S. 334; Commons, John Richard: Legal Foundations of Capitalism, a.a.O., S. 160.

winnen ab und steige oder falle zugleich mit ihnen. Das führt Couchman zu der vom Erfolg her gesehen paradox erscheinenden Folgerung: "Wenn man ihn abschreiben kann, braucht man es nicht; wenn man es nicht kann, sollte man es" ¹⁾.

Ähnlich sieht auch Greve ²⁾ eine Wertminderung des Goodwills, die zu einer Abschreibung berechtigt, nur bei nachlassenden Gewinnen als gegeben. Dicksee ³⁾ lehnt diese Auffassung ab; denn würde der Goodwill bei sinkenden Unternehmungserfolgen noch zusätzlich als Aufwand verrechnet, so erschienen die Ergebnisse zu niedrig. Zudem sei der Goodwill im allgemeinen ein Gut, daß beim Herstellungsprozeß nicht verbraucht oder abgenutzt werde. Die Abschreibung gegen Erträge könne deshalb, wie auch Münstermann ⁴⁾ ausführt, zu stillen Reserven führen ⁵⁾.

Dicksee ⁶⁾ nennt als theoretisch vertretbare Lösung, den Goodwill über das Kapitalkonto abzuschreiben. Ähnlich weist Münstermann ⁷⁾ darauf hin, die Abschreibung des Goodwills könne bei Kapitalgesellschaften aus der freien Rücklage und bei anderen Unternehmen aus dem Kapitalkonto bestritten werden. Nach Werntz ⁸⁾ verstößt jedoch diese Buchung gegen die Grundsätze einer vernünftigen Bilanzierungspraxis; er lehnt sie ebenso wie Wellington ⁹⁾ ab, weil die Gewinne nach der Abschreibung im Verhältnis zum ausgewiesenen Kapital ungewöhnlich hoch

- 1) Couchman, Charles B.: The Balance Sheet, New York 1924, S. 138: "If you can write it down, you need not; if you cannot, you should".
- 2) Vgl. Greve, Herrmann: Die Behandlung immaterieller Werte in der steuerlichen Erfolgsbilanz, Diss. Köln 1934, S. 40.
- 3) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 92 f.; ähnlich auch MacFarland, George und Ayars, Robert D.: a.a.O., S. 320; Norris, Harry: a.a.O., S. 91; Jackson, J. Hugh: Accounting Principles, 3. Auflage, New York 1951, S. 192.
- 4) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1957.
- 5) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 98.
- 6) Vgl. ebenda, S. 97.
- 7) Vgl. Münstermann, Hans: Firmenwert, a.a.O., S. 1957.
- 8) Vgl. Werntz, William W.: Writing down Goodwill by Charges to Capital Surplus, a.a.O., S. 262.
- 9) Vgl. Wellington, C. Oliver: Goodwill, in "The Journal of Accountancy", Vol. 79, New York 1945, S. 405, (correspondence).

erscheinen könnten. Überwiegend befürworten anglo-amerikanische Autoren es, den Goodwill zu beseitigen. Nach Walker ¹⁾ und Montgomery ²⁾ kann der Unternehmer den für einen derivativen Goodwill aufgewendeten Betrag als die Kosten zukünftiger Gewinne betrachten und ihn auf die Jahre dieser Gewinne verteilen, soweit nicht zusätzliche laufende Ausgaben den Goodwill in seiner Wirksamkeit erhalten ³⁾.

Während Dicksee ⁴⁾ die Goodwill-Abschreibung mit dem Hinweis ablehnte, sie führe zu stillen Reserven, wird sie heute von manchen Autoren mit eben diesem Argument verteidigt. Sanders, Hatfield und Moore ⁵⁾ betrachten unter dem Prinzip der Vorsicht Reserven für alle Vorkommnisse als wünschenswert. Darum kann nach ihrer Meinung die Abschreibung des Goodwills keinen Widerstand hervorrufen, selbst wenn er noch einen beachtlichen Wert besitzt ⁶⁾.

Für Jones ⁷⁾ sowie Taylor und Lawton ⁸⁾ bedeutet die Abschreibung des Goodwills lediglich das Vorwegnehmen einer späteren Wertminderung, die aus laufenden Gewinnen kompensiert werden muß. Nur wenn keine Gewinne erzielt werden, wollen Taylor und Lawton das Kapital um den Goodwill-Betrag herabsetzen. Nach ähnlichen Überlegungen fordern auch Leake ⁹⁾, Smith ¹⁰⁾ und West ¹¹⁾, den Goodwill planmäßig abzuschreiben.

In der deutschen Literatur wünscht Auler ¹²⁾, den Goodwill, von ihm Unternehmungsmehrwert genannt, abzuschreiben, da der Wert der Kund-

1) Vgl. Walker, George T.: Why purchased Goodwill should be amortized on a systematic Basis, a.a.O., S. 215.

2) Vgl. Lenhart, Norman J. und Deffiese, Philip L.: Montgomery's Auditing, a.a.O., S. 296 f.

3) Vgl. Voss, Achim: Das Problem des Firmenwertes, in: "Finanzrundschau", 13. (40.) Jg., Nr. 19, Köln 1958, S. 427 f.

4) Vgl. Dicksee, Lawrence R.: a.a.O., 4. Auflage, S. 98.

5) Vgl. Sanders, Thomas Henry, Hatfield, Henry Rand und Moore, Underhill: a.a.O., S. 11 f.

6) Vgl. ebenda, S. 10.

7) Vgl. Jones, Frank Horace: a.a.O., S. 105.

8) Vgl. Taylor, E. Miles und Lawton, Charles L.: a.a.O., S. 106.

9) Vgl. Leake, Percy D.: Commercial Goodwill, 1. Auflage, London 1921, S. 78 und S. 82.

10) Vgl. Smith, Stanley G.: a.a.O., S. 187.

11) Vgl. West, K. Hall: a.a.O., S. 38.

12) Vgl. Auler, Wilhelm: Der Unternehmungsmehr- und -minderwert in der Bilanz, a.a.O., S. 844 f.

schaft oder der Organisation schwinde. Soweit aber der Käufer einer Unternehmung den derivativen Mehrwert durch seinen eigenen Goodwill ersetze, müßten diese Werte wiederum aktiviert werden. Deshalb ist es nach Auler notwendig, den Goodwill jährlich neu zu bewerten.

Wixon ¹⁾ lehnt diese Behandlung ab.

Rechtmann ²⁾ begründet die Abschreibung des derivativen Goodwills mit dem Hinweis, daß die mit dem Gesamtbetrieb übernommene Organisation veralte. Da sich der Goodwill nicht im Produktionsprozeß verbraucht, möchte Take ³⁾ ihn nur als außerordentlichen Aufwand abschreiben, und zwar wenn sein Wert auf Grund außerbetrieblicher Veränderungen gesunken ist. Auch Schmalenbach ⁴⁾ und Littmann ⁵⁾ wollen den Goodwill tilgen, denn "die Annahme, daß der erworbene Geschäftswert fortbestehe, ist lebensfremd" ⁶⁾. Baues ⁷⁾ empfiehlt sogar, diesen Wert möglichst schnell aus der Bilanz zu entfernen.

In Anlehnung an Rieger sieht Narr ⁸⁾ die theoretisch richtige Behandlung des derivativen Goodwills darin, seine Anschaffungskosten so auf die Zukunftsperioden zu verteilen, daß er mit der endgültigen Geldwertung des Unternehmens vollständig abgeschrieben ist.

Paton ⁹⁾ richtet die Abschreibung des Goodwills nach dessen mutmaßlicher Lebensdauer ein. Angenommen die Kosten des Goodwills bilden eine Investition in einer begrenzten Reihe besonderer Gewinne, so erscheint es ihm ratsam, sie über die Perioden dieser Gewinndauer als Aufwand

1) Vgl. Wixon, Rufus: a.a.O., Abschnitt 19, S. 18 f.

2) Vgl. Rechtmann, Eduard: a.a.O., S. 131 f.

3) Vgl. Take, Felix: a.a.O., S. 112 f.

4) Vgl. Schmalenbach, Eugen: Dynamische Bilanz, 12. Auflage, unter Mitwirkung von Bauer, Richard, Köln und Opladen 1956, S. 129 f.

5) Vgl. Littmann, Eberhard: Der Geschäftswert in Handels- und Steuerbilanz, in: "Neue Betriebswirtschaft", Beilage zu: "Der Betriebsberater", Heidelberg 1951, S. 67.

6) Vgl. ebenda.

7) Vgl. Baues, Peter: a.a.O., S. 133.

8) Vgl. Narr, Willy: a.a.O., S. 67.

9) Vgl. Paton, William Andrew: Advanced Accounting, a.a.O., S. 409.

zu verrechnen. Dagegen ließe es sich vertreten, einen Goodwill als ständige Bilanzgröße zu führen, wenn laufende Ausgaben ihn erhalten könnten.

Das American Institute of Accountants ¹⁾, New York, hat sich diesen Grundgedanken zu eigen gemacht. Im einzelnen schlägt es vor:

- a) Die Kosten des zeitlich begrenzten immateriellen Vermögens sind, ähnlich den sonstigen abnutzbaren Anlagegütern, entsprechend ihrer Lebensdauer systematisch abzuschreiben. Zeigt sich, daß die Lebensdauer falsch geschätzt wurde, ist der Abschreibungssatz zu erhöhen oder zu senken. Wenn diese Änderung zu einer starken Verzerrung der Erfolgsrechnung führt, kann die Anpassung durch Teil-Abschreibung gegen Reserven erleichtert werden.
- b) Wenn die für unbefristet gehaltenen immateriellen Vermögens-
teile sich als begrenzt herausstellen, können sie entsprechend behandelt werden. Es ist nicht erforderlich, die Abschreibung des immateriellen Vermögens von einer im Erfolg nachweisbaren Wertminderung abhängig zu machen. Sobald ein Unternehmer zur Auffassung gelangt, anfangs als unbefristet angesehenes immaterielles Vermögen könnte in Zukunft schwinden, so mag er es abschreiben, auch wenn sich die Gewinne noch nicht geändert haben oder Aufwendungen gemacht werden, die diese Vermögensteile erhalten sollen.
- c) Wird es offenbar, daß als unbegrenzt angenommenes immaterielles Vermögen seinen Wert verloren hat, so ist eine sofortige Abschreibung gegen Gewinn zu empfehlen oder, falls die Erfolgsrechnung verzerrt wird, gegen Gewinnreserven.
- d) Gesamtabschreibungen immaterieller Aktiva gegen Gewinnreserven sollten nicht unmittelbar nach dem Erwerb ausgeführt wer-

1) Vgl. American Institute of Accountants, New York: Accounting Research Bulletin No. 43, a.a.O., S. 37 ff.; vgl. dazu auch Hasenack, Wilhelm: Die betriebswirtschaftliche Unhaltbarkeit des Verbotes, den translativen Firmenwert in der Steuerbilanz regelmäßig abzuschreiben, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 10. Jg., Herne und Berlin 1958, S. 297 ff.

den, noch sollten diese Werte gegen Kapital ausgebucht werden. Wird nicht planmäßig abgeschrieben, ist es ratsam, die Kosten solange in den Büchern zu führen, bis die Ereignisse den Verlust dieser Werte oder ihre begrenzte Lebensdauer andeuten.

Auch die Vorschläge dieses maßgeblichen amerikanischen Wirtschaftsprüferinstitutes können die mit der Goodwill-Abschreibung verbundenen Probleme nicht ganz befriedigend lösen.

Vor allem kritisiert May ¹⁾, daß die als unbegrenzt angesehenen immateriellen Aktiva erst abgeschrieben werden müßten, wenn sich ihre Wertlosigkeit oder ihre begrenzte Lebensdauer erwiesen hat. Unter diesen Umständen habe der Unternehmer Wertverschiebungen im Betrieb durch seine Bücher vielleicht erst auszuweisen, wenn die Unternehmung bereits für eine Sanierung reif geworden sei.

Nach Werntz ²⁾ verstößt es gegen eine gesunde Buchführungspraxis, immaterielles Vermögen gegen Kapital abzuschreiben. Er empfiehlt deshalb, es rechtzeitig im Gewinn- und Verlustkonto zu berücksichtigen.

Während das deutsche Handelsrecht (§ 133 Ziff. 5 AktG und § 33 c Ziff. 4 GenG) die Abschreibung des derivativen Goodwills zwingend vorschreibt, besteht für anglo-amerikanische Unternehmen diese Pflicht nicht ³⁾. Die Praxis dagegen pflegt - wie Norris ⁴⁾, Kohler ⁵⁾ und Scott ⁶⁾ übereinstimmend berichten - den derivativen Goodwill entweder in einem einmaligen Vorgang oder in mehreren Raten zu tilgen.

-
- 1) Vgl. May, George O.: Income Taxes and Intangibles - Two significant Research Bulletins, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 79, New York 1945, S. 127 f.
 - 2) Vgl. Werntz, William W.: Writing down Goodwill by Charges to Capital Surplus, a.a.O., S. 262.
 - 3) Vgl. American Institute of Accountants, New York: Purchase of Radio Station, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 347; Jackson, J. Hugh: Accounting Principles, a.a.O., S. 192.
 - 4) Vgl. Norris, Harry: a.a.O., S. 91.
 - 5) Vgl. Kohler, Eric L.: a.a.O., S. 205.
 - 6) Vgl. Scott, J.A.: Writing off, in: "Accounting Research", Vol. 9, London 1958, S. 122.

Die steuerliche Behandlung des derivativen Goodwills in den anglo-amerikanischen Ländern entspricht dem deutschen Grundsatz: eine planmäßige Abschreibung ist nicht gestattet ¹⁾. Eine Regelung, ähnlich der vom deutschen Steuerrecht erlaubten Abschreibung auf den Teilwert bei nachweislicher Entwertung des Goodwills, scheint für amerikanische Unternehmen nicht zu bestehen ²⁾.

1) Vgl. Bonbright, James C.: a.a.O., S. 1001; Paton, William Andrew: Accountants' Handbook, 3. Auflage, a.a.O., S. 851; Lasser, J.K.: How to run a small Business, a.a.O., S. 140.

2) Vgl. Wixon, Rufus: a.a.O., Abschnitt 19, S. 17.

Literaturverzeichnis

A. Anglo-amerikanische Literatur

I. Bücher

- | | |
|---|--|
| Abramson, A.G. und Mack, R.H. | Business Forecasting in Practice: Principles and Cases, New York 1956. |
| Adamson, A. Victor | Valuation of Company Shares and Businesses, 2. Auflage, Sydney 1954. |
| American Institute of Accountants, New York | Accounting Trends and Techniques, New York 1951. |
| Anderson, William H. | Taxation and the American Economy, New York 1952. |
| Angas, Lawrence Lee B. | Investment. Forecasting Movements in Security Prices. Technique of Trading in Shares for Profits, London 1930. |
| Angell, Montgomery Boynton | Valuation Problems, New York 1957. |
| Ascher, Leonard W. | Survey of Accounting, New York 1952. |
| Babcock, Frederic M. | The Valuation of Real Estate, New York 1932. |
| Badger, Ralph Eastman | Badger on Investment, New York 1928. |
| Baston, Andrew | Elements of Economics, 3. Auflage, London 1956. |
| Beckmann, Martin J. | Lineare Planungsrechnung, Ludwigshafen 1959. |
| Blough, Roy | The Federal Taxing Process, New York 1952. |
| Bogie, D.J. | Introduction to Group Accounts, London 1952. |
| Bonbright, James C. | The Valuation of Property. A Treatise on the Appraisal of Property for different legal Purposes, 2 Bände, New York 1937. |

- | | |
|---|---|
| Bray, F. Sewell | The Interpretation of Accounts,
London 1957. |
| Bull, George und
Vice, Anthony | Bid for Power, London 1958. |
| Canning, John Bennet | The Economics of Accountancy, New
York 1929. |
| Carter, Roger N. und
Carter, W. Roger | Advanced Accounts, verbesserte Auf-
lage, London 1942. |
| Carter, C.F. und
Williams, B.R. | Investment in Innovation, London
1958. |
| Churchman, C. West
Ackoff, Russel L.
Arnoff, E. Leonard | Introduction to Operations Research,
New York und London 1957. |
| Clench, R.W.L. | The private Company, London 1937. |
| Commons, John R. | Legal Foundations of Capitalism,
New York 1924. |
| Commons, John R. | Institutional Economics, New York
1934. |
| Cook, P. Lesley und
Cohen, Ruth | Effects of Mergers, London 1958. |
| Couchman, Charles B. | The Balance - Sheet, New York 1924. |
| Crockett, Joseph P. | The Federal Tax System of the
United States, New York 1955. |
| Crum, William Leonard | Corporate Size and Earning Power,
Cambridge, Mass., 1939. |
| Cutforth, Arthur E. | Methods of Amalgamation and the
Valuation of Businesses for Amalgama-
tion and other Purposes, 3. Auflage,
London 1938, Neudruck 1945. |
| Dent, W.T. | Accountancy explained, London 1957. |
| DePaula, F. Clive | Management Accounting in Practice,
London 1959. |
| DePaula, F.R.M. | Financial Planning and Control,
Manchester 1946. |
| DePaula, F.R.M. | Developments in Accounting, London
1948. |

- | | |
|--|--|
| Dewing, Arthur S. | Financial Policy of Corporations,
5 Bände, 2. Auflage, New York 1921. |
| Dicksee, Lawrence R. | Goodwill and its Treatment in
Accounts, 1. Auflage, London 1897. |
| Dicksee, Lawrence R. | Goodwill and its Treatment in
Accounts, 4. Auflage, London 1920. |
| Dobrovolsky, Sergei P. | Corporate Income Retention 1915 -
1943, New York 1951. |
| Dorfmann, Robert
Samuelson, Paul A.
Solow, Robert H. | Linear Programming and Economic
Analysis, New York 1958. |
| Easton, Edison E. und
Newton, Byron L. | Accounting and the Analysis of
Financial Data, New York 1958. |
| Ely, Richard T. | Outlines of Economics, 4. verbes-
serte Auflage, New York 1923. |
| Fetter, Frank A. | Economic Principles, New York 1915. |
| Fisher, Irving | The Nature of Capital and Income,
1. Aufl., New York 1906. |
| Fisher, Irving | The Theory of Interest, New York
1930. |
| Frank, Vivian H. | Company Accounts, 2. Auflage,
London 1952. |
| Gilman, Stephen | Analyzing Financial Statements,
New York 1925. |
| Glover, J.D. | The Attack on Big Business,
Boston 1954. |
| Goode, Richard | Valuation by Capitalization of
Earnings, Lexington, Kentucky, 1939. |
| Graham, Willard J. | Public Utility Valuation,
Chicago 1934. |
| Graham, Benjamin und
Dodd, David L. | Security Analysis, 2. Auflage,
8. Neudruck, New York 1940. |
| Graham, Benjamin und
Dodd, David L. | Security Analysis, 3. Auflage,
New York 1951. |
| Grant, Eugene L. | Basic Accounting and Cost Accoun-
ting, New York 1956. |

- Grant, Eugene L. und
Norton, Paul T. Depreciation, New York 1949.
- Grundy, Milton Money at Work, London 1958.
- Hall, Ford P. Government and Business, 3. Auflage, New York 1949.
- Haney, Lewis H. Value and Distribution, New York und London 1939.
- Hardy, C.O. Risk and Risk-Bearing, New York 1931.
- Harris, Ralph und
Seldon, Arthur Advertising in a free Society, London 1959.
- Hatfield, Henry Rand Accounting, New York 1927.
- Hatfield, Henry Rand
Sanders, Thomas Henry
Burton, Norman Lee Accounting Principles and Practices, Boston 1940.
- Hicks, John Richard Value and Capital, 2. Auflage, Oxford 1946.
- Hirst, Francis W. The Stock Exchange, 4. Auflage, London 1948.
- Hobson, John A. The Evolution of Modern Capitalism, New York 1917.
- Holland, Daniel M. The Income-Tax Burden on Stockholders, Princeton 1958.
- Irish, Ronald A. Auditing Theory and Practice, Sydney 1948.
- Irish, Ronald A. Auditing, Sydney 1957.
- Jackson, J. Hugh Elements of Accounting, 2. Auflage, Los Angeles 1946.
- Jackson, J. Hugh Accounting Principles, 3. Auflage, New York 1951.
- Jensen, Jens Peter Property Taxation in the United States, Chicago, Illinois, 1931.
- Jones, Frank Horace Guide to Company Balance Sheets and Profit and Loss Accounts, 4. verbesserte Auflage, Cambridge 1951

- Keller, I. Wayne Management Accounting for Profit Control, New York 1957.
- Kelley, Pearce C. und How to organize and operate a small Lawyer, Kenneth Business, Englewood Cliffs, N.J., 1955.
- Kester, Roy B. Advanced Accounting, 2 Bände, 2. Auflage, New York 1923.
- Kester, Roy B. Advanced Accounting, 3. Auflage, New York 1945.
- Kester, Roy B. Principles of Accounting, 4. Auflage, 7. Neudruck, New York 1946.
- Knight, Frank Hyman Risk, Uncertainty and Profit, Boston 1921, 8. Neudruck, London 1957.
- Koontz, Harold und Public Control of Economic Enterprise, New York 1956.
- Gable, Richard W.
- Lasser, J.K. How to run a small Business, 1. Auflage, New York 1950.
- Leake, Percy D. Commercial Goodwill, 1. Auflage, London 1921.
- Leake, Percy D. Commercial Goodwill, 4. Auflage, London 1948.
- Leake, Percy D. Balance Sheet Values. The Limitations of Industrial Accounting, London 1947.
- Lenhart, Norman J. und Montgomery's Auditing, 8. Auflage, Defliese, Philip L. New York 1957.
- Littleton, A.C. Structure of Accounting Theory, Menasha, Wisconsin, 1953.
- Lyon, Hastings Investment, Cambridge, Massachusetts, 1926.
- MacFarland, George A. Accounting Fundamentals, 17. Neudruck der 1. Auflage, New York 1936.
- und Ayars, Robert D.
- Magill, Roswell The Impact of Federal Taxes, New York 1943.
- Marshall, Alfred Principles of Economics, 6. Auflage, London 1910.

- May, George O. Twenty-Five Years of Accounting Responsibility, New York 1936.
- May, George O. Financial Accounting, New York 1943.
- McCarroll, A.B. Modern Methods of Accounting, London 1955.
- McCracken, Harlan Linneus Value Theory and Business Cycles, 2. Auflage, New York 1936.
- Montgomery, Robert H. Auditing Theory and Practice, 4. Auflage, New York 1927.
- Montgomery, Robert H. Financial Handbook, 2. Auflage, New York 1933.
- Montgomery, Robert H.
Lenhart, Norman J.
Jennings, Alvin R. Montgomery's Auditing, 7. Auflage, New York 1949.
- Mustoe, N.E.
Eve, H. Brian
Anstey, Bryan The complete Valuation Practice, London 1955.
- Myer, John N. Accounting for Non-Accountants, New York 1957.
- Newport, Cecil A. und
Plunkett, H.G.S. Income Tax; Law and Practice, 28. Auflage, London 1958.
- Norris, Harry Accounting Theory, London 1946.
- Oehler, Christian Audits and Examinations, New York 1949.
- Oehler, Christian Cases and Problems in Audits and Examinations, New York 1950.
- Orgel, Lewis Valuation under the Law of Eminent Domain, 2. Auflage, 2 Bände, Charlottesville, Va., 1953.
- Paton, William Andrew Accountants' Handbook, 3. Auflage, New York 1943.
- Paton, William Andrew Advanced Accounting, 1. Auflage, New York 1941, 8. Neudruck 1954.
- Paton, William Andrew
und Littleton, A.C. An Introduction to Corporate Accounting Standards, Ann Arbor, Mich., 1940, Neudruck 1948.

- Paton, William A., jr. A Study in Liquidity. The Impact of Inflation on Monetary Accounts, Ann Arbor, Mich., 1958.
- Perry, J. Harvey Taxation in Canada, Toronto 1951.
- Pickless, William und Dunkerly, G.W. Accountancy, 2. Auflage, London 1954.
- Pollock, Walter W. und Scholtz, Karl W.H. The Science and Practice of Urban Land Valuation, Philadelphia 1926.
- Powelson, John P. Economic Accounting. A Textbook in Accounting Principles for Students of Economics and the Liberal Arts, New York 1955.
- Preinreich, Gabriel A.D. The Nature of Dividends, New York 1935.
- Robnett, Ronald H.
Hill, Thomas M.
Beckett, John A. Accounting. A Management Approach, Homewood, Ill., 1955.
- Rorem, C. Rufus und Kerrigan, Harry D. Accounting Method, 3. Auflage, New York 1942.
- Russell, W.G.A. The Valuation of Stock and Work in Progress, London 1955.
- Samuelson, Paul A. Economics, 3. Auflage, New York 1955.
- Seed, H.E. Goodwill as a Business Asset, London 1937.
- Seltzer, Lawrence H. The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and Losses, New York 1951.
- Sidey, Robert L. The Valuation of Shares, Sydney 1950.
- Simmonds, Francis Financial Control for the Small Manufacturer, 2. erweiterte Auflage, London 1952, Neudruck 1955.
- Spicer und Pegler Spicer and Pegler's Income Tax and Profit Tax, 22. Auflage, herausgegeben von Wilson, H.A.R., London 1956.
- Spicer und Pegler Practical Auditing, 12. Auflage, herausgegeben von Bigg, Walter W., London 1958.

Staub, Walter A.	Auditing Developments during the present Century, Cambridge, Mass., 1942.
Sweeney, Henry W.	Stabilized Accounting, New York 1936.
Taussig, F.W.	Principles of Economics, 3. Auflage, New York 1921.
Taylor, A.H. und Shearing, H.	Financial and Cost Accounting for Management, London 1956.
Taylor, E. Miles und Lawton, Charles L.	General Financial Knowledge, 6. Auflage, herausgegeben von Taylor, E. Miles und Coles, A.H., Harpenden 1956.
Taylor, E. Miles und Perry, Charles E.	Principles of Auditing, 13. Auflage, Harpenden 1956.
Terborgh, George	Realistic Depreciation Policy, Chicago, Ill., 1954.
Terborgh, George	Business Investment Policy, Washington 6, D.C., 1958.
Turner, John Roscoe	Introduction to Economics, London 1919.
Twentieth Century Fund, Inc.	Facing the Tax Problem, New York 1937.
Vatter, William J.	Managerial Accounting, 6. Auflage, Englewood Cliffs 1955.
Veblen, Thorstein	The Theory of Business Enterprise, New York 1904.
Warren, Mortimer Langton	Investment for the ordinary Man, London 1958.
Webb, Clarence A. und Webb, Norman A.	Valuation of Real Property, 6. Auflage, London 1937.
West, K. Hall	Accounting Practice, London 1956.
Whitin, Thomson M.	The Theory of Inventory Management, Princeton, N.J., 1957.
Wilcox, Clair	Public Policies towards Business, Chicago 1955.

II. Beiträge in Handwörterbüchern, Sammelwerken und Zeitschriften

- American Institute of Accountants, New York Purchase of Radio Station, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 345 ff.
- American Institute of Accountants, New York Accounting Research Bulletin No. 43, New York 1953.
- Astbury, H. Allan Valuation of Shares, in: "The Accountant", Vol. 130, London 1954, S. 472 ff.
- Atkinson, Sterling K. Cost, Volume and Profit Relationships, in: Fiske, Wyman P. und Beckett, John A.: "Industrial Accountants' Handbook", New York 1954.
- Baxter, W.T. Partnership Rights. The Valuation Problem, in: "Accounting Research", Vol. 9, London 1958, S. 161 ff.
- Benniger, Lawrence J. Cost and Value Concepts, in: Backer, Morton: "Handbook of Modern Accounting Theory", New York 1955, S. 275 ff.
- Bloomberg, Lawrence Nelson The Investment Value of Goodwill, in: "John Hopkins University Studies in Historical and Political Science", Vol. 56, Baltimore 1938.
- Broad, S.J. Comments on Professor Paton's Paper, in: "The Accounting Review", Vol. 11, Chicago 1936, S. 32 ff.
- Brown, Harry Gunnison Railroad Valuation and Rate Regulation, in: "The Journal of Political Economy", Vol. 33, Chicago 1925, S. 505 ff.
- Campbell, W.G. The Valuation of Holdings in Private Limited Companies for Purposes other than Probate, in: "The Accountant", Vol. 125, London 1951, S. 355 ff. und S. 394 ff.
- Coase, R.H. The Nature of the Firm, in: "Economica", Vol. 4, London 1937, S. 386 ff.
- Cotter, Arundel The Analyst looks at the Accountant, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 64, New York 1937, S. 281.

- Coutts, Donald W. The Cost Aspects of raising Productivity, in: "The Cost Accountant", Vol. 36, London 1958, S. 304 ff.
- Cropper, P.J. Stocks and Shares, in: Grundy, Milton: "Money at Work", London 1958.
- Dein, Raymond C. Original Cost and Public Utility Regulation, in Murphy, Mary Elizabeth: "Selected Readings in Accounting and Auditing. Principles and Problems", Teil 6, Kapitel 1: Public Utility Depreciation, New York 1952, S. 242 ff.
- Dohr, James L. Cost and Value, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 77, New York 1944, S. 193 ff.
- Edey, H.C. The Super-Profit Method, in: "Accountancy", Vol. 19, Neue Folge, London 1957, S. 15 ff. und S. 52 ff.
- Evans, Mercer G. The Burden of Property Taxation, in: "The American Economic Review", Vol. 20, Cambridge, Mass., 1930, S. 685 ff.
- Fairweather, E.L. The Family Company, in: "The Accountant", Vol. 134, London 1956, S.429 ff.
- Fernald, Henry B.
Peloubet, Maurice E.
Norton, Lewis M. Accounting for Nonferrous Metal Mining Properties and their Depletion, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 105 ff.
- Fetter, Frank Albert Recent Discussion of the Capital Concept in: "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 15, Boston 1900, S. 1 ff.
- Fisher, Irving The Income Concept in the Light of Experience, in: "Die Wirtschaftstheorie der Gegenwart", Festschrift für F. v. Wieser, Band 3, Wien 1927.
- Frank, Jerome N. Accounting for Investors, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 295 ff.
- Friday, Frank A. The Problems of Business Forecasting, in: "The Journal of Industrial Economics", Vol. 1, Oxford 1952, S. 55 ff.

- Graham-Dixon, L.C. The Valuation of Minority Holdings in Private Companies for Estate Duty Purposes, in: "The Accountant", Vol. 130, London 1954, S. 61 ff.
- Griffith, J.E.L. Valuation of Commercial Goodwill, in: "The Accountant", Vol. 135, London 1956, S. 261. (Correspondence).
- Hamilton-Baynes, T.A. Valuation of Holdings in Private Limited Companies for Probate Purposes, in: "The Accountant", Vol. 125, London 1951, S. 420 ff.
- Hansen, Palle Ascertainment of Profit in Business, in: "The Cost Accountant", Vol. 36, London 1958, S. 380 ff.
- Holt and others versus
Inland revenue Commissioners Holt and others versus Inland Revenue Commissioners. All England Law Reports, 1953, Vol. 2, S. 1499 ff.
- Income Tax Act 1952
- Keel, Reginald O.A. The Acquisition of Companies. Current Developments and Procedures, in: "Accountancy", Vol. 70, London 1959, S. 8 ff.
- King, Wilford I. Analysing the Relationship between Stockprices, Earnings and Dividends, in: "The Journal of the American Statistical Association", Vol. 26, Supplement: Papers and Proceedings of the Ninety-Second Annual Meeting, New York 1931.
- Kinross, J.B. Financing Industry, in: "The Accountant", Vol. 140, London 1959, S. 117 ff.
- Kohler, Eric L. A Dictionary for Accountants, New York 1952, 5. Neudruck 1954.
- Kripke, Homer Accountants' Financial Statements and Fact-Finding in the Law of Corporate Regulation, in: "The Yale Law Journal", Vol. 50, Yale Station, New Haven, Conn., 1941, S. 1180 ff.
- Lasser, J.K. Business Executive's Guide, New York 1945.

- Lasser, J.K. How to buy and sell a Business, in: Lasser, J.K.: "Business Management Handbook", New York 1952, Teil 6, S. 197 ff.
- Lenhart, Norman J. What is Goodwill? How is it computed? Some remarks on a difficult Topic, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 91, New York 1951, S. 103.
- May, George O. The Relation of Depreciation Provisions to Replacement, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, New York 1940, S. 341 ff. und Vol. 70, S. 69 f.
- May, George O. Valuation or historical Cost: Some recent Developments, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, New York 1940, S. 14 ff.
- May, George O. The British Treatment of Capital Gains, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 73, New York 1942, S. 502 ff.
- May, George O. Income Taxes and Intangibles. Two significant Research Bulletins, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 79, New York 1945, S. 124 ff.
- Most, Kenneth S. Valuation of Commercial Goodwill, in: "The Accountant", Vol. 138, London 1958, S. 248 ff.
- Newbury, Frank D. Business forecasting, in: Lasser, J.K.: "Standard Handbook for Accountants", New York 1956, Teil 8, S. 3 ff.
- Molan, Eugene Accounting for the Admission and Retirements of Partners, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 69, New York 1940, S. 91 ff. und S. 190 ff.
- Paton, William Andrew Valuation of the Business Enterprise, in: "The Accounting Review", Vol. 11, Chicago 1936, S. 26 ff.
- Paton, William Andrew Accounting Policies of the Federal Power Commission. A Critique, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 77, New York 1944, S. 432 ff.
- Preinreich, Gabriel A.D. The Law of Goodwill, in: "The Accounting Review", Vol. 11, Chicago 1936, S. 317 ff.

- Freinreich, Gabriel A.D. Economic Theories of Goodwill, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 169 ff.
- Rautenstrauch, Walter The Evaluation of Industries, in: "Bulletin of the Taylor Society and of the Society of Industrial Engineers", Vol. 1, New York 1934, S. 58 ff.
- Read, M.R. Valuing a Business, in: "Accountancy", Vol. 19, Neue Folge, London 1957, S. 380 ff.
- Sanders, Thomas Henry
Hatfield, Henry Rand
Moore, Underhill A Statement of Accounting Principles, in: Murphy, Mary Elizabeth: "Selected Readings in Accounting and Problems", Teil 1, Kapitel 2: Development of Principles by Research, New York 1952, S. 7 ff.
- Scott, J.A. Writing off, in: "Accounting Research", Vol. 9, London 1958, S. 121 ff.
- Sidney, W. Shers Valuations, in: "The Accountant", Vol. 114, London 1946, S. 281.
- Simpson, Kemper The Capitalization of Goodwill, in: "John Hopkins University Studies in Historical and Political Science", Vol. 39, Baltimore 1921.
- Smith, Stanley G. Goodwill in Accountancy, in: Lewis, Thomas H.: "Business Encyclopaedia and Legal Adviser", 6. Auflage, London 1956, Band 3, S. 186 ff.
- Sorter, George H. Reported Income and Inventory Change, in: "The Journal of Business", Vol. 39, Chicago 1959, S. 47 ff.
- Walker, George T. Accountants' present Concept of Goodwill depends upon unusual Earning Power, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 91, New York 1951, S. 100 ff.
- Walker, George T. Why purchased Goodwill should be amortized on a systematic Basis, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 95, New York 1953, S. 210 ff.
- Walker, Q. Forrest Some practical Objections to compulsory Publicity of Accounts of Industrial Enterprise, in: "The American Economic Review", Vol. 17, Evanston, 1927, S. 34 ff.

- Waltersdorf, M.C. Going Value in Utility Valuation,
in: "The American Economic Review",
Vol. 17, Evanston 1927, S. 26 ff.
- Wellington, C. Oliver Goodwill, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 79, New York 1945,
S. 405 (Correspondence).
- Werntz, William W. Financial Statements for Investors,
in: "The Journal of Accountancy",
Vol. 69, New York 1940, S. 22 ff.
- Werntz, William W. Writing down Goodwill by Charges to
Capital Surplus, in: "The Journal of
Accountancy", Vol. 79, New York 1945,
S. 261 f.
- Werntz, William W. Intangibles in Business Combinations,
in: "The Journal of Accountancy",
Vol. 103, New York, Mai 1957, S. 46 ff.
- Whitney, William H. What is a Balance Sheet?, in: "The
Journal of Accountancy", Vol. 70,
New York 1940, S. 293 ff.
- Whitton, James Valuation of Businesses as Going
Concerns, in: "The Accountants' Magazine", Vol. 59, Edinburgh (Scotl.)
1955, S. 115 ff.
- Wincott, Harold Hope for no Par Value? in: "The Banker", Vol. 102, London 1954, S. 261 ff.
- Wixon, Rufus Accountants' Handbook, 4. Auflage,
New York 1957.
- Zimmermann, Guenther Short Term Forecasts in Industrial
Companies, in: "The Journal of Accountancy", Vol. 105, New York 1958,
S. 48 ff.

B. Deutsche Literatur

I. Bücher

- Ahrndt, Wolfgang Der Unternehmungsmehrwert als wirtschaftliche Wertgröße, Diss., Hamburg 1957.
- Albach, Horst Wirtschaftlichkeitsrechnung bei unsicheren Erwartungen, Köln und Opladen 1959.
- Bartels, Hartwig Der Goodwill und seine rechtliche Stellung im nordamerikanischen und deutschen Recht, Diss., Hamburg 1953.
- Baues, Peter Transitorische Posten und immaterielle Werte in der Bilanz, Diss., Köln 1944.
- Brauns, Karl Das Problem der bilanzmäßigen Behandlung des Geschäftsmehr- und -minderwertes, Diss., Gießen 1928.
- Busse von Colbe, Walther Der Zukunftserfolg. Die Ermittlung des künftigen Unternehmungserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen, Wiesbaden 1957.
- Bussmann, Karl F. Das betriebswirtschaftliche Risiko, Meisenheim am Glan, 1955.
- Diez, Werner Grundsätze der Gesamtbewertung von Unternehmungen und Unternehmungsteilen in Betriebswirtschaft und Steuerrecht, Diss., Tübingen 1953.
- Dittmar, Wilhelm Begriff und Wesen des Unternehmens und seines "Goodwill" im geltenden europäischen Recht außerhalb Deutschlands, Diss., Göttingen 1935.
- Felten, Jean Baptiste Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Verhältnisse in der Energiewirtschaft, Diss., Köln 1955.
- Felten, Jean Baptiste Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, in: "Forschungsberichte des Wirtschafts- und Verkehrsministeriums Nordrhein-Westfalen", Nr. 572, Köln und Opladen 1958.

- | | |
|--|--|
| Findeisen, Franz | Die Unternehmungsform als Rentabilitätsfaktor, Berlin 1924. |
| Frank, Gundolf | Die Bewertung ganzer Unternehmungen, Diss., Nürnberg 1956. |
| Gerstner, Paul,
unter Mitarbeit von
Herrmann, Hellmuth | Bilanzanalyse, 11. Auflage,
Berlin 1944. |
| Greve, Hermann | Die Behandlung der immateriellen Werte in der steuerlichen Erfolgsbilanz, Diss., Köln 1934. |
| Gudehus, Herbert | Bewertung und Abschreibung von Anlagen. Neue Wege der Anlagenrechnung, Wiesbaden 1959. |
| Gutenberg, Erich | Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Die Produktion, 4. Auflage, Berlin, Göttingen, Heidelberg 1958. |
| Koch, Friedrich Karl | Die Bewertung des Betriebes als Ganzes, Diss., Berlin 1950. |
| Kolbe, Kurt | Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmung, 1. Auflage, Köln und Opladen 1954. |
| Kolbe, Kurt | Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmung, 2. Auflage, Düsseldorf 1959. |
| Kosiol, Erich | Bilanzreform und Einheitsbilanz, 2. Auflage, Berlin und Stuttgart 1949. |
| Lackmann, Fritz | Kritische Untersuchung der Theorien der Bewertung der Unternehmung als Ganzes, Diss., Berlin 1954. |
| Lackmann, Fritz | Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung, Berlin 1955. |
| Leitner, Friedrich | Wirtschaftslehre der Unternehmung, 5., neubearbeitete Auflage der "Privatwirtschaftslehre", Berlin und Leipzig 1926. |

- Leitner, Friedrich Bilanztechnik und Bilanzkritik, 8. und 9., neu bearbeitete Auflage, Berlin und Leipzig 1929.
- Liebermann, Benedykt Der Ertragswert der Unternehmung, Diss., Frankfurt (Main) 1923.
- Löbel, Georg Der ideelle Geschäftswert vom betriebswirtschaftlichen, handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Standpunkt, Diss., Frankfurt (Main) 1933.
- Meissner, Franz Die Bewertung der industriellen Unternehmung, Wien, St. Pölten, München 1955.
- Mellerowicz, Konrad Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, Berlin 1926.
- Mellerowicz, Konrad Wert und Wertung im Betrieb, Essen 1952.
- Mellerowicz, Konrad Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952.
- Mildebrath, Georg Die theoretischen Grundlagen und die praktische Behandlung des Goodwill in den angelsächsischen Ländern, Diss., Gießen 1931.
- Narr, Willy Das Problem des Firmenwertes, Diss., Tübingen 1937.
- Neubert, Helmut Die Bewertung von Industrieunternehmungen bei Abweichungen zwischen Substanzwert und Ertragswert, Diss., Berlin 1950.
- Reuther, Waldemar Der Kapitalisierungszinsfuß in der Ertragswertberechnung der Unternehmung, Diss., Gießen 1933.
- Schmalenbach, Eugen Die Beteiligungsfinanzierung, 8., verbesserte Auflage, bearbeitet von Bauer, Richard, Köln und Opladen 1954.
- Schmalenbach, Eugen Dynamische Bilanz, 12. Auflage unter Mitwirkung von Bauer, Richard, Köln und Opladen 1956.
- Schmidt, Fritz Die organische Tageswertbilanz, Neudruck der 3. Auflage, Wiesbaden 1951.

Schnelloh, Heinz	Beurteilung der in der Praxis (in der Gegenwart) angewandten Methoden zur Unternehmensbewertung, Diss., Bonn 1954.
Schnettler, Albert	Das Rechnungswesen industrieller Betriebe, 4. Auflage, Wolfenbüttel 1949.
Schnettler, Albert	Betriebsanalyse, Stuttgart 1958.
Schulte, Heinz	Der "fonds de commerce". Ein Beitrag zur Lehre der Bewertung der Unternehmungen, Diss., Mainz 1954.
Schwantag, Karl	Zins und Kapital in der Kostenrechnung, Frankfurt (Main) 1948.
Stocker, Max	Die Gesamtbewertung industrieller Unternehmungen. Problematik und praktische Durchführung, Diss., Tübingen 1957.
Take, Felix	Der Geschäfts- oder Firmenwert, Diss., Köln 1939.
Tymkiw, Michael Myrosław	Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes, Diss., Erlangen 1947.

II. Beiträge in Handwörterbüchern, Sammelwerken und Zeitschriften

- Anders, Helmut Gewinnsteuern bei der Ertragswert-
ermittlung von Unternehmen, in: "Die
Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stutt-
gart 1953, S. 151 ff.
- Auler, Wilhelm Der Unternehmungsmehr- und -minderwert
in der Bilanz, in: "Zeitschrift für
Betriebswirtschaft", Berlin und Wien
1927, 4. Jg., S. 653 ff.; S. 727 ff.
und S. 839 ff.
- Auler, Wilhelm Geschäftswert, in: Bott, Karl: "Lexi-
kon des kaufmännischen Rechnungswesens",
2., vollständig neugestaltete Auflage,
Stuttgart 1955, S. 1232 ff.
- Bankmann, Jörg Der Substanzwert in der Unternehmens-
bewertung, in: "Der Betrieb", 10. Jg.,
Düsseldorf, Nr. 18, 1957, S. 409 f.
- Berger, Kurt Die Berechnung des Geschäftswertes
eines Unternehmens auf der Grundlage
des Ertragswertes, insbesondere beim
Ausscheiden eines Gesellschafters, in:
"Der Wirtschaftstreuhänder", 10. Jg.,
Leipzig 1941, S. 301 ff.
- Busse von Colbe, Walther Objektive oder subjektive Unternehmungs-
bewertung?, in: "Zeitschrift für Be-
triebswirtschaft", 27. Jg., Wiesbaden
1957, S. 113 ff.
- Busse von Colbe, Walther Die handelsrechtliche Umwandlungsbi-
lanz von Kapitalgesellschaften, in:
"Zeitschrift für Betriebswirtschaft",
29. Jg. Wiesbaden 1959, S. 599 ff.
- Bussmann, Karl F. Die Funktion des Wagnisses bei der Un-
ternehmensbewertung, in: "Zeitschrift
für Betriebswirtschaft", 20. Jg., Wies-
baden 1950, S. 702 ff.
- Gelhausen, Fritz Probleme der Bewertung von Unternehmen,
in: "Die Wirtschaftsprüfung", 1. Jg.,
Nr. 9, Stuttgart 1948, S. 5 ff.
- Großmann, Hans Neue Forschungsergebnisse zur theore-
tischen und praktischen Handhabung des
Goodwill, in: "Zeitschrift für Betriebs-
wirtschaft", 10. Jg., Berlin und Wien
1933, S. 447 ff.
- Gutenberg, Erich Geschäftswert, in: Nicklisch, Heinrich:
"Handwörterbuch der Betriebswirtschaft",
2. Auflage, Stuttgart 1938, S. 2040 ff.

- Hagest, Karl Die Ermittlung des Wertes von Unternehmungen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 3. Jg., Stuttgart 1950, S.193 ff.
- Hartmann, Bernhard Zur Praxis der Unternehmenswertermittlung, in: "Aktuelle Betriebswirtschaft", Festschrift für Konrad Mellerowicz, Berlin 1952, S. 178 ff.
- Hasenack, Wilhelm Die betriebswirtschaftliche Unhaltbarkeit des Verbotes, den translativen Firmenwert in der Steuerbilanz regelmäßig abzuschreiben, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 10. Jg., Herne und Berlin 1958, S.297 ff.
- Hax, Karl Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, in: "Betriebswirtschaftliche Beiträge", Heft 2, Bremen-Horn 1948, S. 36 ff.
- Hax, Karl Die langfristigen Finanzdispositionen. Kapitalbedarfsrechnung und Finanzierung, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. I Betriebswirtschaft, Köln und Opladen 1958, S. 453 ff.
- Henn, Rudolf Aufgabenstellung der linearen Planungsrechnung, in: "Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft", Band 114, Tübingen 1958, S. 16 ff.
- Henzler, Reinhold Ertragswert und Steuern vom Gewinn, in: "Deutsche Zeitung und Wirtschaftszeitung", 8. Jg., Stuttgart 1953, Nr. 15, S. 14.
- Husemann, Heinrich Ermittlung des Ertragswertes von Unternehmungen, in: "Der Betrieb", 4. Jg., Düsseldorf 1951, S. 137 ff.
- Jonas, H. Einige Bemerkungen zur Bestimmung des Verkehrswertes von Unternehmungen, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 24. Jg., Wiesbaden 1954, S. 18 ff.
- Jonas, H. Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrages bei der Unternehmensbewertung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft" 24. Jg., Wiesbaden 1954, S. 168 ff.
- Käfer, Karl Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: "Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung", Festgabe für Otto Juzi, Zürich 1946, S. 71 ff.

- Kapitalisierung des Geschäftsertrags
in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 7. Jg., Leipzig 1912/1913, S. 39 ff. und S. 132 ff., dazu Leserzuschrift, ebenda, S. 369 ff.
- Klinger, Karl
Die Problematik der Unternehmungs-Ertragswertberechnung unter dem Aspekt der Gewinnbesteuerung, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 1 ff. und S. 217 ff.
- Klinger, Karl
Zum Verbot der steuerlichen Abschreibung des derivativen Firmenwertes, in: "Der Betrieb", 12. Jg., Nr. 2, Düsseldorf 1959, S. 29 ff.
- Klinger, Karl sowie
Dexling, Harry und
Holup, Gerd
Die Beziehungen zwischen Substanz- und Ertragswert in der Unternehmungsbewertung. Zwei Diskussionsbeiträge zum Aufsatz von Bankmann im "Betrieb" 1957 Seite 409, in: "Der Betrieb", 10. Jg., Nr. 27, Düsseldorf 1957, S. 637.
- Krönke, H.
Reproduktionswert, Ertragswert und Gesamtwert der Unternehmung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 21. Jg., Wiesbaden 1951, S. 140 ff.
- Lehmann, Max Rudolf
Theorie der Ertragswertermittlung im Rahmen der Unternehmungsbewertung, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 24. Jg., Wiesbaden 1954, S. 465 ff.
- Lenel, Hans Otto
Ertragssteuern und Vermögensabgabe bei der Bewertung von Unternehmungen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 153 ff.
- Liebl, Josef
Ertragswert und Besteuerung, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 5. Jg., Wolfenbüttel 1953, S. 70 ff.
- Littmann, Eberhard
Der Geschäftswert in Handels- und Steuerbilanz, in: "Neue Betriebswirtschaft", Beilage zu "Der Betriebs-Berater", Heidelberg 1951, S. 65 ff.
- Mellerowicz, Konrad
Zur Problematik der Bewertung des Unternehmensganzen, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953, S. 199 ff.

- Mellerowicz, Konrad Die Bewertung von Unternehmungen als Ganzes, in: "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Sondernummer Oktober/November 1959, Frankfurt a.M., S. 6 ff.
- Münstermann, Hans Der Gesamtwert des Betriebes, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 46. Jg., Basel 1952, S. 181 ff. und S. 209 ff.
- Münstermann, Hans Der Veräußerungspreis des Betriebes, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 47. Jg., Basel 1953, S. 73 ff.
- Münstermann, Hans Bewertung ganzer Unternehmen, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", begründet von Heinrich Nicklisch, 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1956, 1. Band, S. 1059 ff.
- Münstermann, Hans Firmenwert, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", begründet von Heinrich Nicklisch, 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1958, 2. Band, S. 1953 ff.
- Münstermann, Hans Unternehmungswert und Börsenkurs, in: "Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen", 51. Jg., Basel 1957, S. 1 ff.
- Munz, Max Lineare Programmplanung, in: "Handwörterbuch der Betriebswirtschaft", begründet von Heinrich Nicklisch, 3., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 1958, Band 3, S. 4479 ff.
- Rechtmann, Eduard Die Behandlung des Geschäftswertes der Unternehmung in der Bilanz, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 20. Jg., Leipzig 1926, S. 101 ff. und S. 158 ff.
- Rummel, Kurt Die Verfahren zur Ermittlung des Zeitwertes (Substanzwertes) von Industrieanlagen, in: "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 1. Jg., Neue Folge, Köln und Opladen 1949, S. 288 ff.

- Schnettler, Albert Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, in: Die Wirtschaftsprüfung", 1. Jg., Heft 7, Stuttgart 1948, S. 13 ff.
- Schnettler, Albert Substanz- und Werterhaltung in den Betrieben, in: "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 26. Jg., Wiesbaden 1956, S. 261 ff.
- Schnutenhaus, Otto R. Begriff, Wesen und Bewertung des amerikanischen "Goodwill"-Kontos, in: "Betriebswirtschaftliche Rundschau", 4. Jg., Leipzig 1927, S. 25 ff.
- Schwantag, Karl Kosten der Betriebseinrichtung im Jahresabschluß und in der Überschuldungsbilanz von Kapitalgesellschaften, in: Aktuelle Betriebswirtschaft", Festschrift für Konrad Mellerowicz, Berlin 1952, S. 206 ff.
- Theisinger, Karl Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: "Bankwissenschaft", 10. Jg., Hamburg 1933, Bankwirtschaftliche Praxis, S. 161 ff.
- Tittel, Herbert Firmenwert und stille Reserven beim Ausscheiden von Teilhabern aus Personengesellschaften, in: "Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", 1. Jg., Wolfenbüttel 1949, S. 69 ff. und S. 166 ff.
- Viel, Jakob Die Ermittlung des Sach- und Ertragswertes bei der Unternehmungswertberechnung, in: "Die Wirtschaftsprüfung", 7. Jg., Stuttgart 1954, S. 364 ff.
- Viel, Jakob Der Unternehmungswert. Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: "Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung". Bericht über den zweiten Kongress der Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers, in Brüssel vom 12. bis 16. September 1955, Düsseldorf 1957.
- Voss, Achim Das Problem des Firmenwertes, in: "Finanzrundschau", 13. (40.) Jg., Nr. 19, Köln 1958, S. 426 ff.

Voß, Heinrich

Unternehmensbewertung und Abschreibung,
in: "Zeitschrift für handelswissen-
schaftliche Forschung", 11. Jg., N.F.,
Köln und Opladen 1959, S. 260 ff.

Winckelmann, Hans

Zum Einfluß der Gewinnsteuern auf den
Unternehmenswert, in: "Die Wirtschafts-
prüfung", 6. Jg., Stuttgart 1953,
S. 181 ff.

Lebenslauf

Am 27. Juni 1930 wurde ich in Bochum geboren. Meine Eltern sind der Prokurist Peter Grünewald und seine Ehefrau Friederike, geborene Hohn.

Seit 1934 wohnen meine Eltern in Iserlohn. Ich besuchte hier ab 1936 die Volksschule und ab 1940 das Märkische Gymnasium. Nach kriegsbedingter Unterbrechung der Schulausbildung erhielt ich Ostern 1950 vom Märkischen Gymnasium das Reifezeugnis.

Im gleichen Jahr begann ich eine kaufmännische Lehre in einem Unternehmen der stahlverarbeitenden Industrie und bestand 1952 die Kaufmannsgehilfenprüfung. Ein einjähriger Auslandsaufenthalt (Irland) ermöglichte es mir, meine Sprachkenntnisse zu erweitern und das Dolmetscherexamen für die englische Sprache abzulegen.

Seit dem Wintersemester 1953/54 studierte ich Betriebswirtschaftslehre an der Universität in Köln. Nach der Diplomprüfung für Kaufleute im Wintersemester 1958/59 führte ich mein Studium an der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz fort und beschäftigte mich bis zum Wintersemester 1959/60 mit der vorliegenden Dissertation. Die mündliche Doktorprüfung bestand ich am 7. Dezember 1960.

Seit dem 1. Januar 1960 arbeite ich als Revisionsassistent im Prüfungsbüro einer Konzernverwaltungsgesellschaft.

Iserlohn, Dezember 1960

Peter Grünewald

